

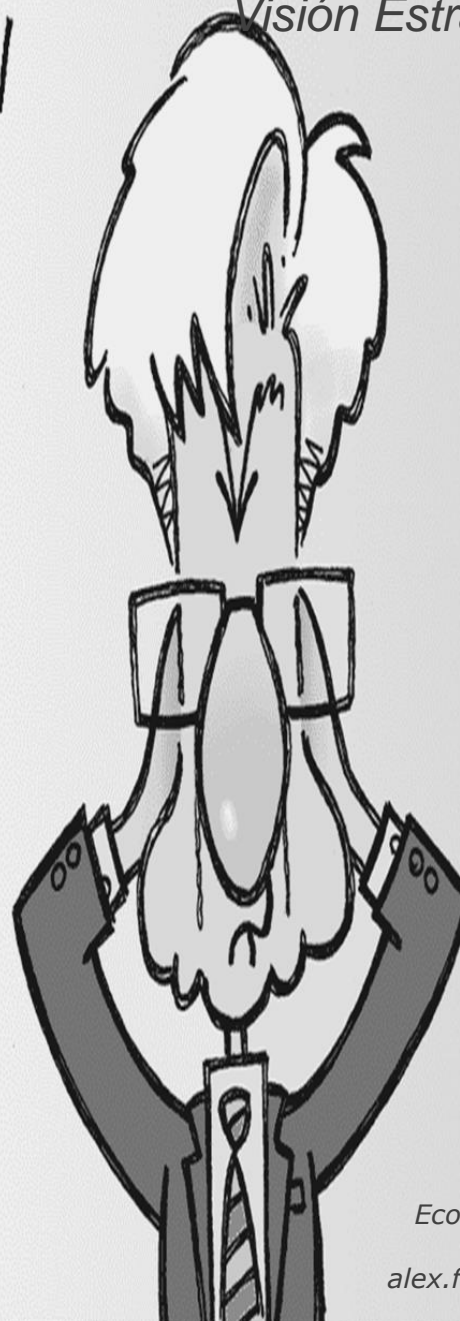
ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa de Andbank – Visión Estratégica 2022

Análisis Corporativo

Visión Estratégica 2022

CHAIRMAN POWELL,
WHAT'S YOUR VIEW
ON INFLATION?

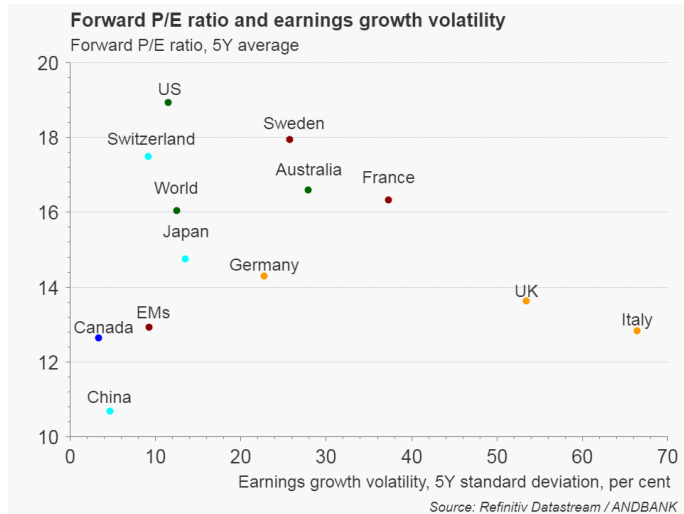


B. Kitch — HEDGEYE

Alex Fusté
Economista Jefe Global
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



PRINCIPALES CONCLUSIONES

Global: El año 2020 fue una anomalía, una rareza y, por lo tanto, una deformidad estadística. Como tal, las lecturas de inflación interanual de hoy, que toman como base 2020, son también una deformidad y, por lo tanto, no pueden considerarse como algo descriptivo de una realidad permanente. Los primeros meses de 2021 también fueron anormales, por lo que también deberíamos ignorar también las lecturas de inflación interanual hasta marzo o abril de 2022.

Apetito global por el riesgo: Es probable que el apetito de los inversores se mantenga en niveles que permitan respaldar los precios de los activos. Dicho esto, es legítimo pensar que el apetito será algo menor que en 2021.

Ciclo económico puede continuar al alza: A pesar de la retirada de estímulos por la Fed, la economía estadounidense se está estabilizando, lo que casi con certeza provocará un aumento de las importaciones, y la consiguiente salida de dólares hacia el exterior. Históricamente, esto se asocia a una mayor capacidad para financiar el ciclo en los mercados externos.

EUA: La inflación coloca a la Fed en el camino de la normalización, pero las condiciones favorables del mercado podrían persistir, con el Coste del Capital aún sensiblemente por debajo del Retorno del Capital durante todo el 2022. Sin embargo, la apreciación potencial es limitada para el S&P. Vemos la TIR del UST al 2%. En crédito preferimos HY a IG.

Europa: Un BCE flexible y protector, junto con el apoyo fiscal de los gobiernos, podría mantener condiciones favorables para el crédito, el ciclo económico y los activos, especialmente las acciones. Negativo en Govies. También en Europa preferimos HY vs IG.

Japón: El estímulo continuará a toda velocidad. La pandemia en 2022 será mucho más leve que en 2021 en Japón. Quizás nuestro mercado de equity preferido durante los próximos 12 meses.

Mercados Emergentes: En China, el ritmo de crecimiento caerá a los niveles vistos por última vez en 1990. Pendientes de nuevos defaults en el sector REIT. Aún cautelosos en renta variable. **India:** La retirada de algunas reformas clave ha minado nuestra confianza en el impulso reformista. Neutrales en Equity de la India. **Brasil:** Persistirá el ruido fiscal y político, pero las correcciones recientes han hecho atractivos los activos brasileños, especialmente los bonos en BRL y las acciones

Estilo de Inversión para 2022: Quizás un año sin tendencias claras, aumentar la exposición a riesgo en cada corrección. Inversión temática vs inversión en índices. En Europa, defensivos vs cíclicos. Value vs Growth. Small & Mid caps vs Large caps. El mercado de UK es barato.

RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	4.577	4.500	-1,7%	MW	4.950	8,1%
Europe - Stoxx Europe 600	467	519	11,1%	MW/OW	570	22,2%
Euro Zone - Euro Stoxx	460	502	9,1%	MW/OW	552	20,0%
Spain IBEX 35	8.292	9.510	14,7%	MW/OW	10.461	26,2%
Mexico IPC GRAL	50.927	60.000	17,8%	OW	66.000	29,6%
Brazil BOVESPA	105.571	120.000	13,7%	MW/OW	132.000	25,0%
Japan NIKKEI 225	28.030	33.250	18,6%	OW	36.575	30,5%
China SSE Comp.	3.607	3.863	7,1%	MW/UW	4.249	17,8%
China Shenzhen Comp	2.526	2.684	6,2%	MW/UW	2.952	16,9%
India SENSEX	57.696	63.411	9,9%	MW	69.752	20,9%
Vietnam VN Index	1.443	1.866	29,3%	OW	2.053	42,2%
Taiwán SE Weighted Index	17.697	19.065	7,7%	MW/OW		
MSCI EM ASIA	670	743	10,8%	OW	817	21,9%

ANDBANK ESTIMATES

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

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	1,42	2,00	-3,2%
Core countries	UK 10 year Gilt	0,78	1,50	-5,0%
	German 10 year BUND	-0,38	0,05	-3,8%
	Japanese 10 year Govie	0,05	0,20	-1,2%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,35	0,85	-3,6%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	0,91	1,25	-1,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,27	0,85	-4,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,05	0,50	-3,5%
	Greece - 10yr Gov bond	1,19	1,45	-0,9%
Fixed Income	Credit EUR IG - Itraxx Europe	56,73	60	-0,1%
Credit	Credit EUR HY - Itraxx Xover	280,13	275	2,4%
	Credit USD IG - CDX IG	57,38	70	0,4%
	Credit USD HY - CDX HY	325,13	331	3,3%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	20,34	20,00	23,1%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	8,39	7,50	15,5%
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	6,36	5,10	16,5%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	6,37	6,00	9,3%
(Local currency)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,98	5,00	4,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,89	2,40	6,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	3,51	3,10	6,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,84	1,90	1,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,67	2,75	-7,0%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,13	3,40	-8,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,53	1,50	-7,2%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	7,40	7,75	4,6%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	3,28	3,75	-0,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	11,33	11,00	14,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,86	5,75	-2,3%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Commodities	Oil (WTI)	68,3	60,00	-12,1%
	GOLD	1.775,0	1.900	7,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	1,132	1,12	-1,0%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,33	1,39	4,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,85	0,80	-5,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,92	0,93	1,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,04	1,04	0,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	113,17	116,00	2,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	128,07	129,92	1,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	21,16	21,00	-0,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	23,92	23,52	-1,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,62	5,35	-4,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	6,36	5,99	-5,7%
	USDARS (price of 1 USD)	101,13	175,00	73,0%
	USDINR (price of 1 USD)	75,13	76,00	1,2%
	CNY (price of 1 USD)	6,37	6,35	-0,3%



EE.UU.

La Fed en la senda de la normalización, pero manteniendo el coste del capital por debajo del retorno del capital. Una condición necesaria, y a veces suficiente, para el mercado.

Primeros pasos hacia la normalización: Implicaciones

Vemos esta normalización monetaria como una respuesta normal a la evidente estabilización de la economía estadounidense. La retirada del estímulo debería, en el largo plazo, calmar las tensiones inflacionarias, y no creemos que suponga un golpe en el precio de los activos, que seguirá siendo influenciado favorablemente por las bajas tasas de interés a lo largo de la curva. Después de todo, el USD sigue siendo la moneda de reserva y, como tal, el UST seguirá recibiendo la demanda de todos los bancos centrales. Un apoyo externo específico al UST que probablemente cobrará intensidad en 2022, ya que la estabilización de la economía estadounidense significa un aumento de las importaciones, lo que equivale a decir un aumento de las exportaciones del resto del mundo y, por lo tanto, la entrada de USD a los países extranjeros, lo que a su vez se traducirá en demanda de UST por parte de los respectivos bancos centrales de esos países. Estas fuerzas, que vienen rigiendo la economía mundial por décadas, pueden contrarrestar la retirada del programa de compra de bonos del Tesoro, y el UST seguirá cotizando a rendimientos históricamente bajos, lo que seguirá representando un apoyo explícito a los activos de riesgo. En cuanto a la razón de la normalización, la inflación, ésta se ha situado en el nivel del 6,9% interanual (el más alto de los últimos 31 años). Dicho esto, debemos pensar que el año 2020 fue una anomalía en términos de actividad económica y precios, y por lo tanto una deformidad estadística. Como tal, las lecturas de inflación interanual de hoy, que se basan en 2020, también son una deformidad y, por lo tanto, no pueden considerarse como algo descriptivo de una realidad permanente. Los primeros meses de 2021 también fueron anormales, por lo que también debemos ignorar las lecturas de inflación interanual hasta marzo o abril de 2022. Por otro lado, el PCE (índice seguido por la Fed) está mostrando signos de relajación en un base secuencial (mamá), lo que refuerza nuestra tesis de que el IPC descenderá considerablemente en la segunda mitad de 2022.

La Fed y su ritmo de política

Dado que el mercado laboral sigue siendo estrecho en EE. UU., y una cierta reticencia de muchos trabajadores a trabajar en lugares concurridos y cerrados, junto con la presencia todavía de algunos cuellos de botella en el transporte y los elevados precios de los alquileres, etc., todo indica que la presión sobre los precios en Estados Unidos puede continuar durante unos meses más. Por lo tanto, la Fed debería mantener su hoja de ruta de retirar gradualmente el estímulo (Tapering), o incluso subir las tasas de interés una o dos veces. Dicho esto, creemos que, la Fed, si bien va a ser algo más activa que el resto, también va a permanecer por detrás de la curva en la configuración general de política monetaria.

Macro. La economía USA se estabiliza, y eso facilita un buen tono en el exterior.

Se espera que la actividad económica de EE. UU. crezca un 6% en 2021 y un 5% para 2022. La tasa de desempleo se ha reducido al 4,6% y probablemente alcanzará el pleno empleo el próximo año. La Cámara aprobó un programa de gasto social y climático de 2 billones de dólares, que es el pilar central de la agenda nacional del presidente Biden. El paquete reforzará la red de seguridad federal, mejorando el apoyo a las familias con subsidios para el cuidado de niños, aumentando la asistencia para la vivienda e invirtiendo fuertemente en la lucha contra el cambio climático. Es probable que el proyecto de ley cambie a medida que avanza en un Senado dividido. El presidente también aprobó el programa de 1 billón de USD, con nuevos fondos para transporte, banda ancha, servicios públicos, carreteras y puentes. El país alcanzará el límite de deuda a mediados de diciembre, y se instará a los legisladores a aumentar o suspender el límite de deuda lo antes posible.

Renta variable en 2022: no será mal año, pero el potencial alcista es limitado

En absoluto pensamos que 2022 vaya a ser un mal año para las acciones de EE.UU., ya que las condiciones favorables deberían mantenerse en forma de un coste del capital aún por debajo de su rentabilidad. Sin embargo, con un BPA de 225 USD y una ligera contracción del PER (debido a un leve aumento en los rendimientos), el valor razonable del S&P estaría en 4.500 puntos. Es decir, un 2,1% inferior al precio actual, lo que limita el margen de apreciación. Al finalizar la temporada de publicación de resultados estos habían superado en un 10% las expectativas de los analistas, constituyendo otro factor que contribuiría a que los índices siguieran subiendo en el tramo final de 2021.

Renta fija y USD

Cerca de cerrar 2021, hay que admitir que ha sido uno de los años en los que la deuda corporativa ha registrado menor volatilidad. El fuerte crecimiento, unido al nivel extremo de estímulos económicos, ha estrechado muchísimo el rango de los diferenciales de los bonos de empresa. Estimamos improbable que este entorno de baja volatilidad perdure y pensamos que los diferenciales se ampliarán en algún momento de 2022. La inflación, las primeras subidas de tipos de interés en 2022 y el repunte en los «casos» de Covid en Europa están entre los principales factores que han contribuido a fortalecer el USD, que comenzó el año en 1,23 unidades por euro y actualmente ronda las 1,12 unidades. Creemos que el USD podría mantener esta fortaleza en el corto y medio plazo.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo UST 10 años: 2,0%)

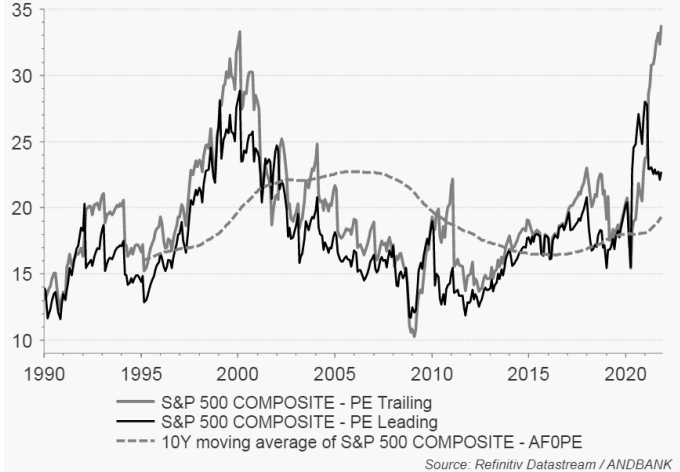
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 70 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 331 pb)

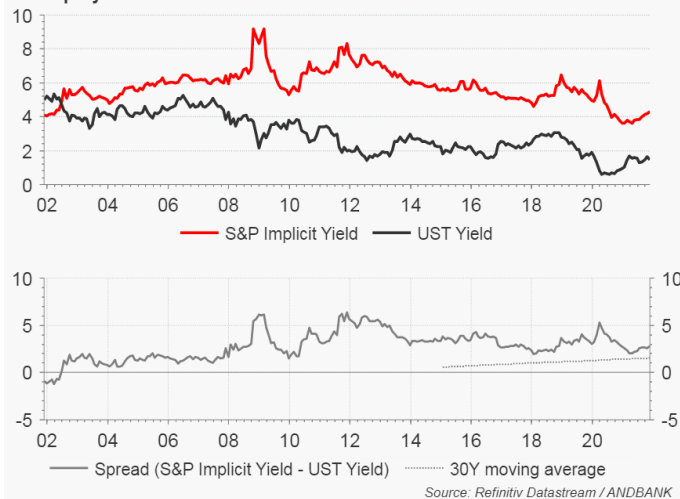
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL -INFRAPONDERAR (Obj: 93-97)

US price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE

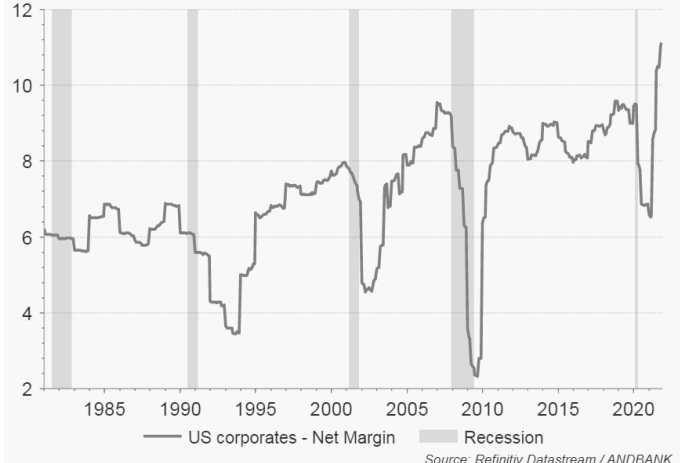


Equity Yield & UST Yield



US corporates - Net Margin

Per cent





EUROPA

Un BCE acomodaticio y protector, y el apoyo fiscal de los gobiernos, podrían mantener unas condiciones de crédito favorables, sosteniendo el ciclo y los activos.

La actividad se desacelerará en 2022, pero el PIB superará el tendencial

El PIB 2022 será menos dinámico que 2021 (la previsión es del 4,3% interanual), pero sin dar por ahora muestras de estancamiento pese a haber aumentado la probabilidad de que los datos efectivos decepcionen las expectativas. Las buenas noticias siguen procediendo de la tasa de ahorro, la recuperación en curso del empleo y la implementación efectiva de fondos de recuperación europeos (NGEU). No cabe ignorar los riesgos que se refieren a la expansión de una cuarta ola pandémica por Europa Central, así como la duración de cuellos de botella por el lado de la oferta y el efecto negativo del encarecimiento de la energía en la renta disponible. Respecto a esto último, para mitigar el impacto de los costes energéticos en hogares y empresas, los gobiernos europeos han aprobado medidas de apoyo (subvenciones, precios máximos, IVA reducido, etc.) que deberían limitar la repercusión de los mayores precios del gas y la electricidad. Junto con el componente energético, los precios de los bienes duraderos y de los servicios frecuentes explican en gran medida las asombrosas cifras de inflación de 2021. Si los precios de la energía se mantuviesen estables o disminuyesen, y en el supuesto de que la demanda fuese menos vigorosa y hubiera menos restricciones de oferta, las presiones inflacionarias probablemente cederán a medida que progrese 2022. Nuestro escenario principal apunta a una tendencia descendente del IPCA desde los primeros meses de 2022 y a una cifra del 2,2% para el ejercicio fiscal 2022.

La cuestión de qué sustituirá al programa PEPP una vez que este finalice

El BCE previsiblemente anunciará el final de su programa de emergencia pandémica (PEPP) para marzo de 2022, esperándose que adopte medidas de transición para evitar efectos indeseados en el precio de los activos. Podría anunciar una ampliación o modificación del programa APP (por importe superior a 20.000 millones de EUR al mes), conservando parte de la flexibilidad del PEPP, con un programa de compra que probablemente sería cada vez menos específico y transitorio, y quizá nuevas TLTROs. Una subida de tipos de interés, descontada ya para finales de 2022, podría con todo no producirse. Paciencia y vigilancia parecen ser la receta. Para que el BCE elevase los tipos oficiales, se requerirían tasas de inflación iguales o superiores al 2% al final del período de proyección (2023-2024). El BCE procurará evitar el error que en su día cometiera Trichet.

Política: elecciones en Francia, papel de Draghi en Italia y tensiones post-Brexit

Francia celebrará elecciones generales en abril de 2022 y los primeros sondeos sugieren que Macron está bien posicionado para un segundo mandato. En Italia, el anuncio de Matarella de que descarta repetir mandato ha reavivado la posibilidad de que Draghi se postule para presidir el país. De hacerlo, su mandato finalizaría en 2023. Un año tras el acuerdo de Brexit los obstáculos continúan, sin que se vislumbre progreso alguno en las negociaciones del sector servicios. Pese a recientes tensiones, la suspensión unilateral del Protocolo irlandés no debería darse por supuesta en el escenario de referencia.

Mercados financieros: deuda pública, deuda empresarial y renta variable

Deuda pública. A pesar del menor apoyo de las compras del BCE, los efectos de *stock* en los valores de deuda soberana son cruciales para mantener bajos los rendimientos, ya que el volumen libremente negociado se ha reducido notablemente (al 35%, desde el 61% antes del QE). Los diferenciales de bonos de países periféricos de la UEM podrían haber tocado fondo, por lo que elevamos nuestros objetivos para ellos y para el Bund.

Deuda corporativa. El año próximo estará marcado por la evolución del crecimiento, la inflación y las decisiones del BCE, que actualmente absorbe el 20% de las emisiones brutas de empresas no financieras. En nuestra opinión, la deuda corporativa seguirá bien respaldada y la reducción de las compras del BCE no afectará demasiado al sector. Las emisiones de bonos ESG seguirán aumentando y, de hecho, el segmento ESG de HY puede deparar buenas oportunidades el próximo año. Ampliamos las horquillas para los diferenciales objetivo para IG (de 55 a 60) y HY (de 250 a 275), con recomendaciones de posicionamiento NEUTRAL-INFRAPONDERAR y NEUTRAL, respectivamente.

Mercado de renta variable. Anticipamos un buen año para la renta variable europea, con un crecimiento del BPA superior al 4% (en concreto, de 30,5 €) y un PER estable en 17x. El valor razonable se situaría un 8%-9% por encima de los niveles actuales (519 puntos para el Stoxx Europe 600 y 502 puntos para EuroStoxx). Seguimos siendo optimistas sobre los valores cíclicos y esperamos a correcciones en aquellos con características defensivas para elevar nuestra exposición a ellos. También pensamos que en 2022 las acciones europeas se desquitarán de su peor comportamiento frente a las del resto del mundo. El nivel de valoración del mercado británico parece atractivo (su PER relativo frente al MSCI World está en mínimos históricos).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (objetivo rendimiento Bund: 0,05%)

- P. perif.: SOBREP. (IT 1,25%); INFRAP. (ES 0,85%; PT 0,85%; IR 0,5%; GR 1,45%)

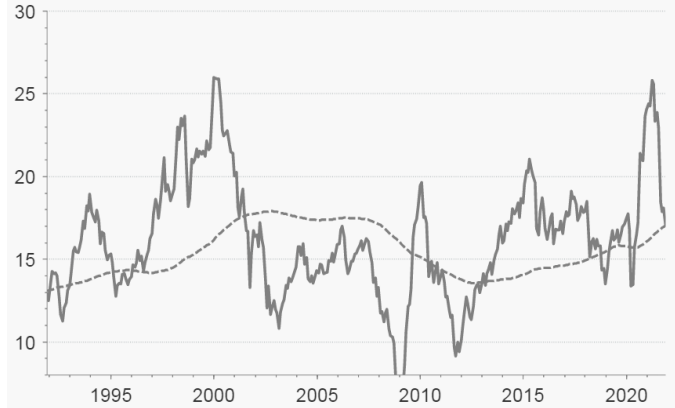
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL-INFRAP. (dif. objetivo: 60 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL-SOBREP. (dif. objetivo: 275 pb)

Tipo de cambio (EUR/USD): objetivo 1,12 (comprar USD a 1,14; vender USD a 1,09)

Euro area & EU price-to-earnings

Ratio - Forward



— Euro area PE
--- 10Y moving average of EMU PE

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

LIBOR - OIS

Rate Spread

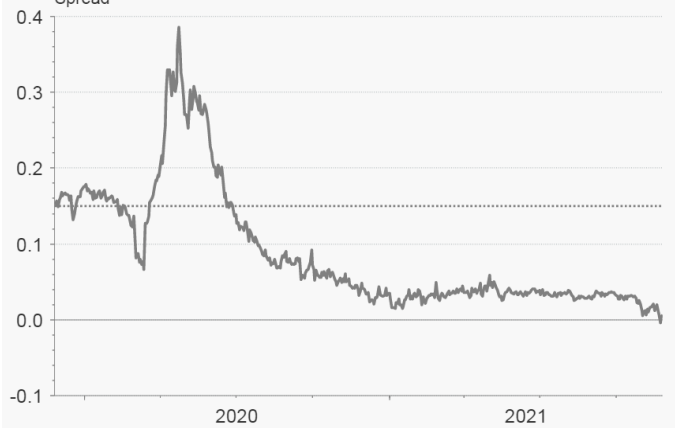


— US \$ 3M FORWARD LIBOR-OIS SPREAD

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Euribor - OIS

Spread



— EURIBOR 3M - EURONIA OVERNIGHT

Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



CHINA

La tasa de crecimiento caerá a niveles inéditos desde 1990. Cabe esperar más defaults en el sector de REITs. Mantenemos la prudencia ante la renta variable.

El sector tecnológico (on line) en China y Asia puede revalorizarse cuando Beijing reanude la concesión de licencias. Mantenemos la prudencia ante las decisiones.

Según el 21st Century Business Herald, Beijing podría reanudar la autorización de juegos online, en cuyo caso los ingresos de los desarrolladores podrían dispararse. La noticia siguió al anuncio del inversor estatal de Singapur, Temasek, de que, dada la incertidumbre sobre la represión estatal del sector, suspendería temporalmente la inversión en empresas tecnológicas chinas, habiendo decidido esperar a que China definiese la regulación antes de realizarlas. Esto, en un año en el que Beijing decidió retrasar la autorización de juegos para imponer reglas más estrictas en el marco de su campaña regulatoria contra algunas tecnológicas con el objetivo de contener la adicción a los juegos y limitar el tiempo que le dedican los jóvenes. Si la decisión de reiniciar la autorización de juegos se materializase, lo peor de la regulación represiva podría haber pasado y mejoraría la confianza de los inversores en todo el sector tecnológico y en el mercado chino en su conjunto. A pesar de esta información, la decisión del gobierno de dejar caer algunas sociedades de inversión inmobiliaria seguirá afectando a todo el sector empresarial, por lo que mantendremos la prudencia no solo ante el mercado de deuda corporativa, sino también ante la renta variable china. El gobierno chino podría conceder más ventajas fiscales a las pequeñas y medianas empresas y microempresas, y reducir sus tasas. Las deducciones fiscales podrían ascender a medio billón de yuanes, con un aumento de las deducciones asociadas a la I+D empresarial.

Represión empresarial: el control del gobierno podría seguir siendo muy estricto

Beijing quiere revisar los datos antes de las ofertas públicas de salida (OPS) a cotización en la Bolsa de Hong Kong. La Agencia del Ciberespacio china ha ordenado a las plataformas de Internet que procesan grandes volúmenes de datos que sometan a una evaluación de ciberseguridad a cualquier empresa antes de operaciones de fusión y adquisición, reestructuración, escisión o lanzamiento de OPS en el extranjero, incluido Hong Kong.

La crisis inmobiliaria podría llevar el crecimiento a mínimos de la década de 1990

Beijing asume un gran riesgo al reformar el sector inmobiliario. En concreto, si la desaceleración fuera demasiado intensa el mercado podría entrar en barrena y generar inestabilidad social, ya que dos tercios de la riqueza de la población china están vinculados a activos inmobiliarios. Pero, al mismo tiempo, hay que reconocer que este mercado necesita una reforma a fondo. La conclusión de los expertos es que la economía iba camino de crecer a una tasa tan baja que de hecho no se registraba desde 1990. Se trata de un precio que el presidente Xi parece dispuesto a pagar, incluso, como prevén varios economistas, si el crecimiento se desacelerase por debajo del 5%. La crisis inmobiliaria de China está dificultando a los gobiernos locales reducir su volumen de deuda oculta de 6 billones de USD, justo cuando el gobierno quiere tomar medidas energéticas contra el préstamo fuera de balance. Las ventas de terrenos, que representan alrededor del 40% de los ingresos de los gobiernos locales, han caído drásticamente desde agosto, haciendo pensar que el préstamo a través de determinados vehículos de financiación de entidades municipales (LGFV) podría empeorar, en lugar de mejorar. Las fuertes alzas en los precios de los bonos también están dificultando la refinanciación. En consecuencia, algunas autoridades municipales han relajado las condiciones de venta de suelo después de que los promotores inmobiliarios fueran reacios a pujar. Las autoridades de la ciudad de Shanghai y Nanjing suavizaron los requisitos para operar al reducir los depósitos o abstenerse de exigir el pago íntegro en el plazo de un mes. Respecto al modo en que las autoridades están gestionando esta crisis desde el lado monetario, la tendencia general, semana tras semana, es que el banco central renueva programas de liquidez por importes inferiores a los que amortiza, lo que en definitiva drena liquidez del mercado. Ni el gobierno ni el banco central parecen preocuparse por los efectos colaterales de esta crisis, y siguen sin inyectar liquidez al sistema, dejando a las empresas (públicas y privadas) encontrar su espacio de financiación en el mercado. En sus decisiones de noviembre sobre el mercado monetario, el Banco Popular de China inyectó un volumen de liquidez en el sistema bancario vía repos a siete días que era la mitad del que vencía. En el mercado de facilidades de crédito municipal (MLF) la dinámica es algo menos restrictiva, pero en ningún caso muy expansiva. China Evergrande reanudó 63 proyectos en el delta del río Pearl que abarcan 15 lotes de terrenos. La empresa manifestó su voluntad de «acelerar y superar dificultades» en la próxima etapa para asegurarse de que los proyectos se finalizan a tiempo y cumpliendo los estándares de calidad.

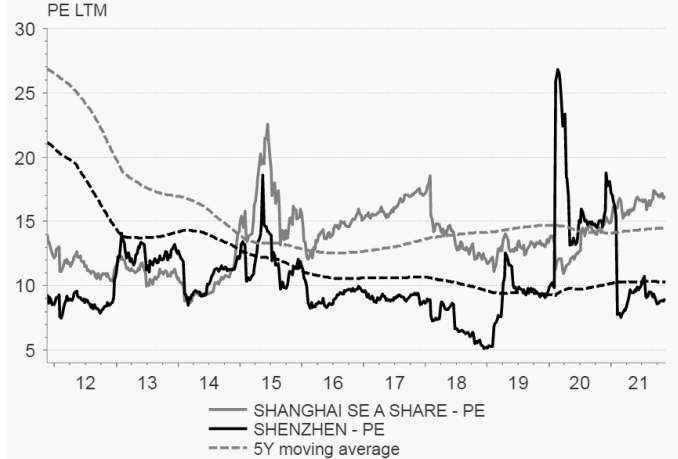
Un asesor del PBoC advierte del riesgo de «cuasi estanflación»

Según Bloomberg, Liu Shijin, asesor del Banco Popular de China, advirtió que la economía china podría entrar en un período casi de estanflación al registrar un crecimiento lento y una inflación de precios al productor excesivamente alta. Una cuestión que sería preciso abordar si la demanda mantuviera su debilidad, el IPP se mantuviera alto y los beneficios empresariales se estrangulaban.

Geopolítica sino-estadounidense

Según la secretaria del Tesoro de EE.UU., Janet Yellen, el gobierno se planteaba reducir aranceles impuestos durante el mandato de Trump a productos chinos con miras a facilitar la contención de la inflación en EE.UU. También reiteró que se estaba revisando la fase 1 del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Al mismo tiempo, un informe de la Comisión de Revisión Económica y de Seguridad Estados Unidos-China recomendó a EE.UU. adoptar medidas más contundentes para reducir los vínculos comerciales con China. El líder de la mayoría del Senado estadounidense, Chuck Schumer, confirmó que en noviembre se consideraría un proyecto de ley diseñado para impulsar la competitividad de EE.UU. frente a China, que ahora se integraría en un proyecto de ley de Defensa. Abogó por imponer restricciones a la inversión estadounidense en China y por limitar la capacidad de los inversores para comprar acciones chinas que cotizasen en EE.UU.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Taiwán

En la reunión *online* entre los presidentes Xi y Biden del lunes 15 de noviembre se esperaba que Xi advirtiera a Estados Unidos que retrocediera en Taiwán, transmitiendo la idea de que Beijing estaba decidido a llevar a cabo a cualquier coste la reunificación nacional en un futuro próximo. Según expertos militares de EE.UU., la alianza entre Australia, el Reino Unido y EE.UU. (AUKUS) probablemente se topará con más intimidación, más retórica y más armamento. En concreto, expertos independientes del Centro de Evaluaciones Estratégicas y Presupuestarias (CSBA) manifestaron que la estrategia principal de Beijing en el Mar de China meridional consistía en elevar el coste de la defensa de Taiwán afianzando su control sobre las islas de la zona, por lo que lo más probable es que cualquier reacción occidental se tope con más armamento y más retórica. Por su parte Beijing ha rebajado los lazos con Lituania al nivel de agregado comercial, y está dispuesta a romper todas las relaciones diplomáticas, si Lituania emprende «nuevas acciones destructivas» en Taiwán. Responde de este modo a la apertura allí por Taipéi de una oficina comercial la semana pasada. Por su parte, la UE ha pospuesto un plan, cuyo anuncio estaba previsto el viernes, por el que habría elevado la categoría de sus lazos con Taiwán al tener un deterioro adicional de la relación con Pekín. Mark Milley, presidente del Estado Mayor Conjunto, describió el desarrollo de capacidades nucleares y militares de China como «uno de los mayores cambios de poder geoestratégico», disparando las alarmas en Washington, al acompañarse de un cambio fundamental en la naturaleza de la guerra. «Hemos de actuar ya», afirmó, «o estaremos condenando a las generaciones futuras al fracaso».

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (Shanghái): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
Renta variable (Shenzhén): NEUTRAL-INFRAPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo rendimiento a 10 años: 2,4%)
Tipo de cambio (CNY/USD): NEUTRAL (objetivo: 6,35)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

JAPÓN

Los estímulos se mantendrán. La pandemia de 2022 será mucho más leve. Somos optimistas sobre las acciones.

El respaldo de la política fiscal se mantendrá con un nivel récord de estímulos

El Gabinete aprobó un paquete de estímulo económico con un gasto fiscal récord de 55,7 billones de yenes (490.000 millones de USD). Según el primer ministro Kishida, se estima que las medidas de estímulo elevarán el PIB hasta rondar el 5,6%. El gobierno previsiblemente presentará, en una sesión parlamentaria extraordinaria que se convocará a finales de año, unos presupuestos suplementarios de 31,9 billones de yenes para el año fiscal que termina el próximo marzo. **Los datos macroeconómicos recientes y últimas decisiones del BoJ revelan la continuidad de los estímulos en 2022:** Datos de octubre. IPC general: +0,1% interanual (consenso: +0,2%; mes anterior: +0,2%). IPC subyacente: +0,1% interanual (consenso: +0,1%; mes anterior: +0,2%). IPC excl. alimentos frescos y energía: -0,7% interanual (mes anterior: -0,5%). PIB anualizado del tercer trimestre (3,0%), frente al consenso (0,7%) y dato revisado (+1,5%) del trimestre anterior. Producción industrial final de septiembre (5,4%) mensual, frente a dato preliminar (5,4%) y (3,6%) en el mes anterior.

El BoJ lanzó un programa para apoyar a los prestamistas más pequeños perjudicados por los tipos de interés ultra-bajos, pero paradójicamente el programa elevó el coste de los préstamos a corto plazo. El programa paga un 0,1% de interés sobre los depósitos de los bancos regionales que consolidan o reducen costes, lo que llevó a los bancos más pequeños a captar agresivamente fondos del mercado monetario para pasarlos a sus cuentas en el BoJ, lo que elevó el tipo de referencia hasta cerca del 0% en contradicción con la política del banco central de una orientación de tipos a corto plazo en torno al -0,1%. En una medida sin precedentes, el BoJ decidió el martes modificar las reglas, imponiendo limitaciones a los depósitos elegibles para el tipo preferencial.

Gestos para aliviar tensiones con China, si bien es probable que las tensiones persistan

El ministro de Relaciones Exteriores de Japón, Hayashi, declaró que su homólogo chino Wang Yi lo había invitado a una visita oficial durante una conversación telefónica reciente, pero no existen preparativos al respecto. Hayashi y Wang coincidieron en la necesidad de estabilizar las relaciones entre sus países, pero disintieron en cuestiones territoriales y de derechos humanos. Con anterioridad, Japón había destacado la importancia de la paz en Taiwán, resaltando Hayashi a Wang la importancia de mantener la paz y la estabilidad en el Estrecho de Taiwán. Hayashi también expresó «sería preocupación» por los problemas de derechos humanos en Hong Kong y la región de Xinjiang. Por su parte, Wang instó a Japón a no «cruzar la línea roja» con Taiwán, y enfatizó la necesidad de unas relaciones estables entre ambos países. Por su parte, Japón introducirá un nuevo proceso de selección para las adquisiciones de Defensa que aumentará el escrutinio de las cadenas de suministro de misiles, barcos y otros equipos, para evitar fugas de información confidencial. El objetivo es que el mandato de inspección comience en el ejercicio fiscal 2023, en una medida que se espera que restrinja el uso de equipos fabricados en China y, al mismo tiempo, genere mayor demanda de proveedores nacionales y la cooperación con EE.UU. en programas de armamento. Huawei está entre los suministradores que probablemente se toparán con barreras al alegarse motivos de seguridad económica.

Coronavirus en 2022: el gobierno sigue aliviando las restricciones impuestas

El gobierno eliminó formalmente el límite autorizado de público en eventos multitudinarios y flexibilizó las normas para establecimientos de restauración y bebidas tras la drástica reducción en nuevas infecciones por coronavirus y casos graves. Además, Japón creará un sistema que permita autorizar vacunas y medicamentos en situaciones de emergencia una vez se haya verificado su seguridad, lo que acortará aún más el proceso supervisor.

Noticias del sector empresarial

Japón doblará las ayudas a los vehículos eléctricos (hasta 7.000 USD) y subvencionará la infraestructura de carga, intentando igualarse a otras grandes economías avanzadas. El gobierno tiene previsto destinar 37.500 millones de JPY (329.000 millones de USD) a estos subsidios en un presupuesto complementario para el año fiscal 2021, que asignaría 25.000 millones de yenes a incentivos a la compra de automóviles ecológicos. Si bien el programa cubrirá también los vehículos híbridos enchufables y de celdas de combustible, sigue excluyendo otros tipos de híbridos.

Nissan Motor está rediseñando sus automóviles para incorporar *chips* más genéricos, una medida que también están adoptando empresas de otras industrias. Hasta ahora, los fabricantes de automóviles y electrodomésticos han afrontado una prolongada escasez mundial de semiconductores recurriendo a acumular inventario. De cara al futuro, Nissan Motor se propone reducir su dependencia de componentes electrónicos fabricados a la medida. Los vehículos actuales incorporan entre 400 y 500 chips.

Evaluación del mercado de valores en 2022

Basándonos en la información precedente, relativa tanto a la continuidad de los estímulos fiscales y monetarios como, tras la mejoría en los datos epidemiológicos, a la relajación de las medidas relacionadas con la pandemia, pensamos que el PER razonable para el Nikkei podría rondar 19x; estimando un BPA para el índice en 2022 de alrededor de 1.750 yenes (+6,8%), cabría determinar un valor ajustado para el principal índice bursátil de 33.250 puntos (que entraña un potencial alcista del 12% respecto a los niveles actuales).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (objetivo de rendimiento: 0,20%)

Tipo de cambio (USD/JPY): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 116)

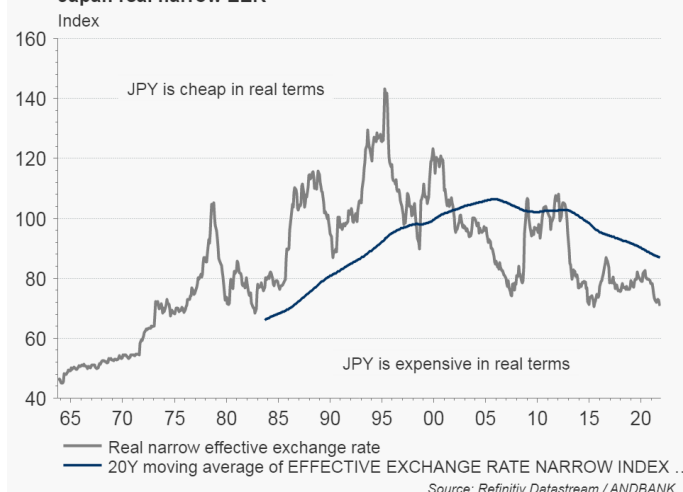
Japan Nikkei 225 price / earnings



10Y JGB - Real Yield



Japan real narrow EER





INDIA

La agenda de reformas tendrá continuidad al no haber elecciones a la vista, pero la retirada de algunas reformas ha minado nuestra confianza en el impulso reformista. Posicionamiento neutral en la renta variable india.

El mercado de valores parece confiar en que India dará lo mejor de sí; seguimos siendo optimistas a largo plazo, aunque no tanto como antes.

India ha batido de hecho tanto a los índices principales de mercados desarrollados como a los índices de mercados emergentes. Tenemos razones para esperar que prosiga este buen desempeño. 1) La base de inversores directos es mucho mayor ahora que en el pasado; en concreto, el doble que a comienzos de 2020. 2) Las entradas de capital de inversión del extranjero, superiores a 24.000 millones de USD, se han canalizado hacia el mercado de renta variable nacional. 3) Este mercado es mucho menos vulnerable a un escenario de reducción de inyecciones de liquidez (*tapering*) o a cualquier perturbación externa, como refleja el fuerte aumento en el volumen de reservas de divisas, de 300.000 millones de USD hace 10 años a 560.000 millones en la actualidad. Esta importante posición de reservas de divisas del RBI ofrece al país una gran capacidad de defensa de su moneda y, al mismo tiempo, genera confianza en los inversores no residentes. Esta fortaleza relativa da muestras de persistencia, como la situación favorable (superávit) de la balanza por cuenta corriente. India parece contar ahora, a diferencia de en 2013, con mecanismos suficientes para afrontar con garantías una eventual fuga de capitales.

La agenda reformista tiene continuidad, pero su alcance ya no es tan amplio

Al no celebrarse las elecciones generales hasta 2024 no hay contratiempos en forma de presiones electorales que impidan la continuidad de las reformas económicas. Hay, claro, elecciones en algunos estados clave y el Partido BJP del Primer Ministro Modi se enfrenta a partidos regionales fuertes en las próximas elecciones en Punjab, Uttarakhand y Uttar Pradesh (los que eligen el mayor número de delegados al Parlamento nacional). Ahora bien, dada la debilidad de la oposición, el gobierno probablemente mantendrá el poder en la mayoría de esos estados, con la consiguiente continuidad de la política económica en el gobierno y el parlamento nacional.

El primer ministro Narendra Modi derogó la controvertida ley de reforma agrícola

El anuncio supone un giro radical, ya que el gobierno no había tomado ninguna iniciativa para negociar con los agricultores en los últimos meses y los ministros de Modi habían insistido con firmeza en que las leyes beneficiaban a los agricultores y que su retirada quedaba descartada. Los sindicatos agrícolas lo consideraron una gran victoria, pero los expertos piensan que las próximas elecciones estatales en Punjab y Uttar Pradesh, ambos con una gran base de agricultores, pueden haber forzado la decisión. Modi afirmó que las leyes agrícolas buscaban fortalecer a los pequeños agricultores, pero «a pesar de varios intentos por explicar sus ventajas a los agricultores, no lo hemos logrado, por lo que el gobierno ha decidido derogar las tres leyes agrícolas». Las nuevas leyes agrícolas habían relajado las normas sobre la venta, el precio y el almacenamiento de productos agrícolas; unas normas que, según los manifestantes, han «protegido» a los agricultores indios del libre mercado durante décadas. Uno de los mayores cambios que promovía la reforma era que los agricultores pudiesen vender sus productos directamente a agentes privados al precio de mercado. La mayoría de los agricultores indios venden actualmente el grueso de la producción en mercados mayoristas controlados por el gobierno (*mandis*) con un precio mínimo garantizado (los «precios mínimos de apoyo»). Las leyes también permitían a los compradores privados acumular alimentos como arroz, trigo y legumbres para su futura venta, algo que solo los agentes autorizados por el gobierno podían hacer antes. Las reformas dieron a los agricultores la opción de vender fuera de este «sistema *mandi*». Pero, según los manifestantes, las leyes de hecho debilitarían a los agricultores y permitirían a los agentes privados dictar los precios y controlar su destino. El gobierno alegó que era hora de rentabilizar la actividad agrícola y las nuevas leyes lo lograrían. Los partidos de la oposición acogieron con satisfacción la decisión y el líder del partido del Congreso, Rahul Gandhi, la calificó de «victoria contra la injusticia». Algunos líderes agrícolas y economistas que valoraban positivamente las leyes expresaron su decepción por la derogación y calificaron la decisión de «desafortunada» y motivada por intereses políticos. Los miembros del BJP sostuvieron que la decisión de derogarlas no tuvo nada que ver con las urnas y que únicamente buscaba poner fin a las protestas. La verdad sea dicha, el gobierno sabe que el enojo de los agricultores perjudicaría las posibilidades del BJP de ganar unas elecciones cruciales en algunos estados en 2022. Nada se dijo de si existían o no planes de reinstaurar estas leyes de alguna otra forma más adelante.

India sigue siendo, entre las grandes economías, la que más crece

La recuperación económica india prosigue a intenso ritmo, con un crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre del 20% (el mayor entre las grandes economías). Si bien es cierto que respecto al trimestre anterior se ha producido una contracción, los analistas coinciden en que lo peor de la crisis pandémica ya ha pasado. Entre los factores que explican la expansión hay algunos internos importantes; como el consumo, que vuelve a crecer con fuerza, a tasas no vistas desde 2017. Incluso el crédito bancario ha vuelto a aumentar (+7% interanual), lo que refleja la confianza del sector en la futura marcha de la economía. Pensamos que el sector exterior también contribuirá a impulsar el crecimiento, como refleja la impresionante expansión de las exportaciones, que en los primeros nueve meses del año crecieron un 40% (respecto al mismo período del año pasado).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): NEUTRAL

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (objetivo de rendimiento: 6,0%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

India Datastream index price / earnings



India - 10Y government bond Real Yield



India foreign reserves





ISRAEL

Lo mejor podría estar por llegar

Política y actividad presupuestaria

La Knéset (el Parlamento israelí) aprobó por fin los Presupuestos para 2022, los primeros en casi tres años, reduciéndose con ello la incertidumbre política. Los Presupuestos incluyen varias reformas de gran calado que representan cambios importantes y mejoras en materia de transporte público, supresión de barreras a la importación y las normativas gubernamentales y de vivienda. La aplicación de estas medidas previsiblemente reducirá el coste de la vida y aumentará la eficiencia del sector empresarial en los próximos años. Además de la aprobación de los Presupuestos, otros acontecimientos favorables en el ámbito macroeconómico contribuyeron a un optimismo generalizado. Los Presupuestos establecen un techo de déficit del 6,8% del PIB para 2021 y del 3,9% para 2022.

La actividad económica ha mejorado (el PIB crecerá un 7,1% en 2021 según el Ministerio de Finanzas), con los sectores tecnológico e inmobiliario a la cabeza. La recaudación tributaria aumentó en octubre un 18% interanual, lo que permitió reducir el déficit presupuestario al 5,5% en porcentaje del PIB (frente al 7,2% de septiembre). La encuesta de confianza empresarial de octubre puso de manifiesto un amplio optimismo entre los directores de compras respecto al crecimiento en 2022 e incluso a la inflación del próximo año (1,5%). Preveemos que el crecimiento en 2022 se situará en torno al 5%. A nuestro juicio, los acontecimientos descritos anteriormente generarán un entorno muy favorable para la economía israelí (liderada por el consumo privado), así como para los mercados del país.

Política monetaria y mercados de renta fija

Pese al aumento de la inflación (+2,3% interanual en octubre) no esperamos cambios en los tipos de interés hasta finales de año (en su reunión, el banco central mantuvo su tipo de referencia en el 0,1% por decimotercera vez). Cabe destacar que las expectativas de inflación de los economistas para los próximos doce meses oscilan entre el 2% y 2,5%, mientras que el mercado prevé un 2,9%. La prima que exige el mercado por inflación nos parece excesivamente elevada y los bonos con vencimientos a más largo plazo parecen atractivos en la actualidad, ya que, en nuestra opinión, las expectativas en ese tramo de la curva disminuirán en los próximos meses. Actualmente el tramo largo de la curva de tipos-plazos de Israel ofrece uno de los tipos reales más elevados entre los países de la OCDE. Por otro lado, seguimos infraponderados en deuda corporativa.

El Banco de Israel se encuentra actualmente entre la espada y la pared, ya que el tipo de interés no es el adecuado en la coyuntura actual; ahora bien, para el instituto emisor resulta complejo subir los tipos, ya que ello aumentaría la presión sobre el shékel, que fue la moneda más fuerte del mundo el mes pasado. Aunque el banco central suba los tipos «simbólicamente», seguirán prevaleciendo unas condiciones monetarias laxas, lo que apuntalará los activos de riesgo. El gobernador, Amir Yarom, declaró que el Banco no tiene prisa por subir los tipos, ya que la inflación continúa controlada (horquilla objetivo del 1%-3%).

Mercado de renta variable

Los mercados bursátiles israelíes mantuvieron su buen desempeño en el último mes, superando a todos los mercados desarrollados este año (+28,5%). El índice TelAviv 35 ganó un 2,9% y el TelAviv 90 (Mid cap) se revalorizó un 7,8%. Las «estrellas habituales», es decir, el sector financiero y los valores inmobiliarios, lideraron el mercado y ganaron un 4,9% y 8,9%, respectivamente. De cara a 2022 pensamos que el mercado israelí presenta una de las mejores oportunidades en términos de rentabilidad/riesgo entre los países desarrollados. La mayoría de las empresas han superado la crisis de la pandemia de coronavirus ganando en eficiencia, ya que ahora generan más ingresos con menores gastos. Los ingresos globales de las empresas que componen los principales índices se situaron un 6% por encima de los niveles previos a la pandemia, disminuyendo sus costes en la misma proporción. Si la economía israelí exhibe en 2022 el comportamiento esperado (crecimiento del 5%), sus empresas de pequeña y mediana capitalización batirán a las de gran capitalización el próximo año. Entre los mayores beneficiarios se hallan las empresas de comercio y distribución minoristas, las de energías alternativas y las que operan en el segmento de Internet. En nuestra opinión, la demanda inmobiliaria seguirá siendo elevada, lo que beneficiará a constructores y bancos hipotecarios. Los bancos y las compañías de seguros también evolucionarán favorablemente, impulsados por el mayor crecimiento de la economía. Ante las empresas tecnológicas adoptamos un posicionamiento neutral, ya que sus niveles de valoración parecen excesivos en estos momentos, existiendo pocas oportunidades de inversión.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (índice TLV35): SOBREPONDERAR
Deuda soberana (bono 10 años): SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (ILS/USD): caro en términos de TCER

Israel price-to-earning ratio

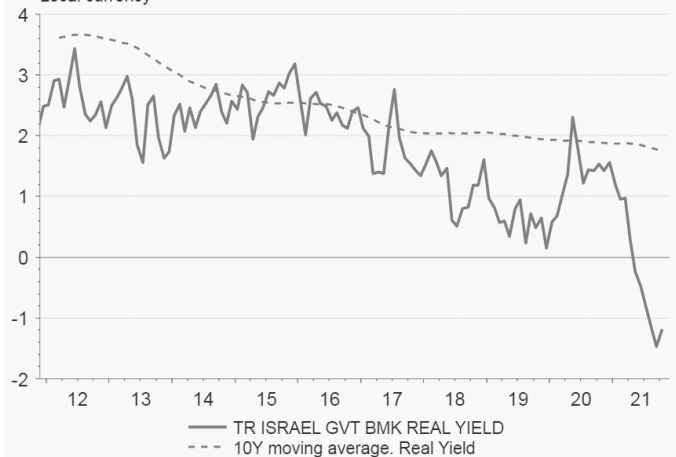
Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL YIELD 10Y

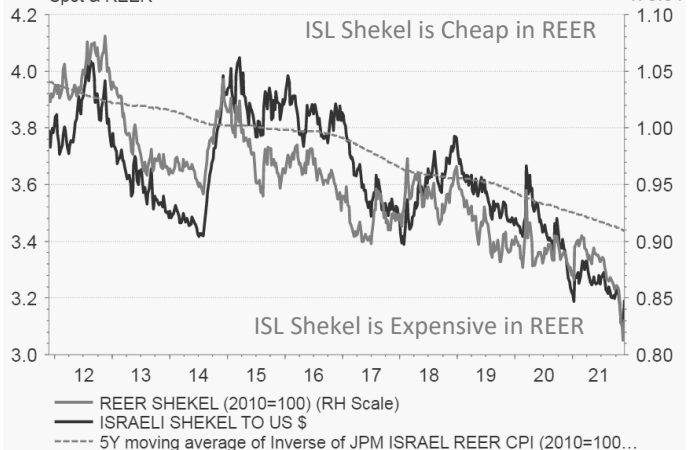
Local currency



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



BRASIL

Persistirán la incertidumbre fiscal y política, pero las recientes correcciones confieren atractivo a sus activos

El techo de la deuda se desmorona, contagiando de nerviosismo a los activos

El techo de deuda brasileño, implementado en 2016, está a punto de sufrir su primer cambio cuando supuestamente debía mantenerse hasta 2026, como dispone claramente el propio proyecto de ley del Gobierno. Las negociaciones sobre los Presupuestos para 2022 han generado debate sobre el propio techo de deuda: el Gobierno insiste en que los *precatórios* (órdenes de pago judiciales) han de excluirse del límite impuesto, y va incluso más lejos al cambiar el periodo de cálculo del índice de inflación utilizado para fijar el límite con vistas a cubrir un mayor gasto en lo que se espera será un año electoral harto reñido. A ojos de los inversores, y en vista de la credibilidad financiera del país, esta estrategia política del Gobierno de Bolsonaro y Guedes constituye un absoluto despropósito.

Se trata de elegir entre cubrir un pago por orden judicial con escaso impacto electoral, o librar un cheque mayor para quienes tienen menos recursos, algo realmente importante tras la pandemia y que también podría tener un efecto electoral muy notorio. Se espera que los *precatórios* sean del orden de 89.000 millones de BRL para 2022, el doble que el año pasado. Con arreglo a las expectativas actuales, el Gobierno dispondrá únicamente de 98.600 millones de reales para gasto discrecional en 2022. Dicho de otro modo, no quedaría dinero para ningún otro gasto. Sin embargo, la conversión del Programa Bolsa Familia en Auxilio Brasil (de 200 a 400 reales), que es el programa de asistencia de Bolsonaro, implicará hacerle un hueco adicional en los Presupuestos por importe de unos 50.000 millones de reales, hasta un total de 95.000 millones.

La ausencia de voluntad política para reanudar la consolidación fiscal aumenta el nivel de incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda, los tipos de cambio y la inflación. La impresión general es que si el Gobierno está dispuesto a flexibilizar las normas del techo de deuda en este caso, ¿por qué no habría de hacerlo otra vez el año próximo? La regla del techo de deuda fue un hito importante para consolidar la credibilidad de las promesas del Gobierno de mantener un superávit primario. Desde 2014 Brasil ha registrado déficits primarios todos los años, pero desde la implementación del techo de deuda en 2016 la situación convergía hacia un déficit nulo. Hasta que llegó por sorpresa la pandemia.

Banco central

Ante la posibilidad de perder este importante ancla presupuestaria, el Banco Central de Brasil (BCB) ha tenido que dar un paso adelante y emitir una señal más convincente para contrarrestar las expectativas de inflación. En su última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) el BCB subió los tipos 150 puntos básicos y afirmó que efectuaría un movimiento similar en la última reunión del año, por lo que el mercado espera ahora que los tipos retornen a niveles de dos dígitos en 2022 (objetivo del 11%). A pesar de la agresiva postura del banco central, la inflación a mediados de noviembre se situó en el 10,73% interanual (+1,17% intermensual).

Política

El próximo año se celebrarán elecciones presidenciales, que serán fuente de volatilidad, sobre todo si Lula se posiciona como el candidato con mayor probabilidad de hacerse con la presidencia. El ex presidente y Bolsonaro siguen liderando las encuestas, pero en un contexto muy polarizado. Además de los dos líderes, más de diez candidatos (entre ellos el ex juez Sergio Moro) buscan formar la «tercera vía», si bien para lograrlo, y poder optar a la presidencia, deberán unirse.

Buenas noticias: comienza la temporada de lluvias y la campaña de vacunación

El inicio de la temporada de lluvias llega con buenas noticias. Las regiones sur y suroeste de Brasil, donde se genera el grueso de la producción industrial y se ubican las centrales hidroeléctricas del país, habían sufrido su peor sequía en 90 años. Sin embargo, sobre todo durante el mes de octubre, la pluviosidad media fue muy superior a la prevista y la mayoría de los embalses se han alejado de los niveles de alerta. Por tanto, de momento parece haberse evitado la crisis.

Brasil tiene un 60% de su población totalmente vacunada y un 75,9% con al menos una dosis. Al igual que otros países, ha iniciado una campaña para impulsar la vacunación. Un total de 12 millones de personas (únicamente ancianos y profesionales sanitarios) se han vacunado desde el inicio del programa. A mediados de noviembre el Ministerio de Sanidad aprobó las dosis de refuerzo para toda la población adulta de su censo actual. Además, el Ministerio de Sanidad ha afirmado que ya está planificando un nuevo ciclo de vacunación para 2022.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana en BRL: SOBREPONDERAR (rend. obj. del 11,0%. dif. 900 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj. del 5,75%. dif. 375 pb)

Tipo de cambio (BRL/USD): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo 5,35)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

BRASIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

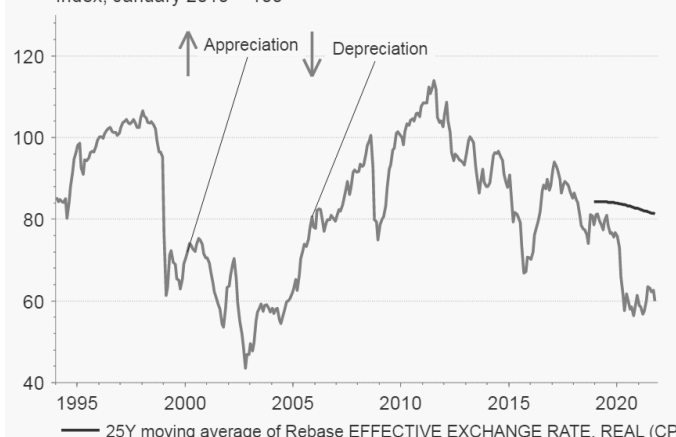
(Local & US\$ denominated bonds)



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Brazil real broad effective exchange rate

Index, January 2010 = 100



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



MÉXICO

La actividad continúa siendo anémica, pero la menor incertidumbre en el plano político resultará favorable. Seguimos siendo optimistas sobre la renta variable.

Banco central e inflación

La última decisión de política del Banco de México fue más acomodaticia de lo esperado: una subida de tipos de 25 puntos básicos (aprobada por 4 votos a favor y 1 en contra) en lugar de los 50 puntos básicos previstos por los participantes del mercado, que ahora también esperan una subida de 25 pb en la próxima reunión (16 de diciembre), para cerrar el año en el 5,25%.

López Obrador cambió el nombramiento para presidir el banco central del ex ministro de Hacienda Arturo Herrera a Victoria Rodríguez, funcionaria de la Secretaría de Hacienda con poca experiencia en el ámbito monetario, lo que dio alas a las preocupaciones sobre una posible injerencia del Gobierno en la independencia del banco central. Rodríguez expresó su compromiso de combatir la inflación, dejar intactas las reservas de divisas y mantener la autonomía de la institución monetaria.

La inflación repunta y lo hace a su nivel más elevado de los últimos 20 años (+7,05%), impulsada principalmente por una inflación general del 11,68% interanual (con la inflación subyacente en 5,53%), ejerciendo de este modo presión adicional sobre el banco central. Según Banxico, la inflación cerrará 2021 en el 7%.

Política y actividad presupuestaria

El déficit presupuestario sigue siendo reducido ante el de otros países comparables y la relación entre deuda y PIB, ligeramente superior al 50%, se sitúa igualmente en un nivel saneado. Como nota positiva, las agencias de calificación crediticia Moody's (A-) y Fitch (BBB-) confirmaron la calificación de la deuda pública en moneda local, y Fitch mejoró su perspectiva de negativa a estable.

Los ingresos aumentaron un 5,5% interanual en términos reales, con un aumento de los ingresos petroleros (+66,4%) y una disminución de los no petroleros (-1,1%). También cabe destacar la importante expansión de la recaudación del IVA (+13,5%), un aumento mínimo del impuesto sobre la renta (+0,3%) y la disminución del IEPS (-12,3%). El gasto presupuestario neto aumentó un 5,6% interanual en términos reales, 24.000 millones de pesos por encima de lo previsto, con importantes incrementos en la administración del Estado (+14,3%), así como en Pemex (+22,3%) y CFE (+13%).

El PIB cayó un 0,4% intertrimestral (superando el -0,2% intertrimestral preliminar) y creció un 4,5% respecto al ejercicio anterior, lo que muestra una interrupción de la recuperación económica y presión al Gobierno para que se desvíe de la disciplina presupuestaria mostrada durante la pandemia y aumente el gasto público. Estimamos que el crecimiento para 2021 se situará entre el 5,7% y 6%; para 2022 esperamos un crecimiento de entre el 3,5% y el 4%.

Política

El Gobierno ha impulsado reformas en el sector energético (modificando los artículos constitucionales 25, 27 y 28) de cara a aumentar el control del Estado sobre la industria. Las últimas noticias son que el debate se ha trasladado al primer trimestre del próximo año. Seguimos pensando que la probabilidad de que estas modificaciones se aprueben en su redacción actual es mínima, al necesitarse cambios significativos para granjearse apoyos, lo que disipa una de las principales incertidumbres que afectan a los activos mexicanos en fechas recientes.

En los últimos años la incertidumbre política en el mandato de López Obrador ha lastrado el mercado y ha frenado nuevas inversiones. Ahora nos hallamos a mitad de su mandato y pensamos que un debilitamiento de la posición de López Obrador en el Congreso tras las elecciones legislativas permitirá reducir la incertidumbre política en la segunda mitad de su mandato.

Mercados financieros

Renta variable. Nuestra hipótesis de una menor incertidumbre política, recuperación de la economía estadounidense y posición fiscal saneada favorecerá a los activos mexicanos en un futuro próximo. Creemos que el mercado de renta variable tiene potencial alcista a los niveles actuales del índice (49.000 puntos).

Renta fija. El diferencial entre los bonos en pesos y los bonos del Tesoro de EE.UU. (a 10 años) cotiza ligeramente por encima de nuestro objetivo (600 pb frente a 575 pb). En cuanto a los bonos mexicanos denominados en dólares, el diferencial frente al bono del Tesoro de EE.UU. se mantiene cerca del nivel que establecimos como valor razonable (rango de 170 pb, frente a 175 pb).

Tipos de cambio. El nombramiento de la gobernadora del banco central y el aumento de la inflación han provocado un debilitamiento del peso. Ahora esperamos un tipo de cambio ligeramente más débil (a 21 pesos por dólar estadounidense).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en MXN: SOPREPONDERAR (dif. 575 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (dif. de 175 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): SOBREPONDERAR-NEUTRAL (obj. a medio plazo: 21)

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



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

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



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MXN/USD Real Effective Exchange Rate



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



ARGENTINA

El acuerdo con el FMI: condición necesaria, pero no suficiente

El Gobierno fue el claro perdedor en las elecciones de mitad de mandato al Congreso (estaban en juego la mitad de los diputados y un tercio del Senado), perdiendo en 16 de los 24 distritos electorales de la Cámara Baja y en 6 de las 8 provincias en las que se renovaron los escaños de la Cámara Alta. A nivel nacional, se sitúa por detrás de la oposición con una diferencia de casi 9 puntos porcentuales. El Partido Justicialista pierde el quórum del Senado (mayoría) por primera vez desde 1983 (35 escaños, dos menos del quórum, de 37). El Gobierno aún puede alcanzar el quórum negociando con los cuatro senadores no alineados, pero el distanciamiento político es mayor últimamente. Para aprobar leyes el Gobierno tendrá que negociar más que en el pasado, lo que limita la posibilidad de una radicalización de la agenda.

El FMI no implica un cambio de paradigma

El presidente Alberto Fernández anunció que enviará un proyecto de ley al Congreso en la primera semana de diciembre con un programa económico que incluirá los acuerdos alcanzados con el FMI y que convocará a los principales partidos de la oposición para iniciar rondas de negociaciones y conseguir el mayor apoyo político posible. El calendario parece ambicioso en el mejor de los casos, dado que no existen indicios claros de que haya habido avances significativos en las negociaciones con el FMI. El gobierno de Fernández sigue presionando (con el apoyo del G-20) para que se modifique la política de recargos, pero incluso con la posibilidad de un resultado positivo, llevaría más tiempo del que dispone Argentina, ya que requeriría la aprobación del Directorio del FMI.

Argentina necesita alcanzar un acuerdo con el FMI antes del 22 de marzo, y esto por cuatro razones: i) primero, porque con sus reservas actuales Argentina no puede afrontar los compromisos de pago adquiridos con el FMI (19.000 millones de dólares en 2022); ii) el acuerdo es imprescindible si el Gobierno quiere anclar las expectativas; iii) Argentina acordó con el Club de París que alcanzaría un acuerdo con el FMI antes de finales de marzo para renegociar la deuda; iv) por último, pero no por ello menos importante, entrar en mora con el FMI llevaría a otros acreedores multilaterales (probablemente, la única fuente de financiación razonable de la que dispone hoy) a cortar el crédito a Argentina.

Uno de los principales problemas que deberá abordar el Gobierno en un futuro próximo (y probablemente el más difícil) es cómo resolver la situación exterior. Siendo el tipo de cambio oficial casi la mitad que el del dólar paralelo, el Gobierno probablemente intentará acelerar el ritmo de devaluación (en la actualidad inferior a la inflación) en el marco actual de paridad escalonada. La revalorización del tipo de cambio real en los últimos dos meses ha sido notable y, con un Gobierno que apenas tiene reservas, a pesar de las entradas récord de dólares (en vista del aumento de los precios de las materias primas), el esquema actual se ha tornado insostenible. Se necesita una compresión sustancial de la diferencia entre ambos tipos de cambio si la institución monetaria quiere reponer sus reservas (una de las variables clave en cualquier programa futuro).

Esperamos que el Gobierno y el FMI opten por la hipótesis intermedia. Argentina llegará a un acuerdo con el FMI en el primer trimestre de 2022, pero será un acuerdo de poca envergadura. Con total seguridad incluirá la corrección gradual del déficit presupuestario en los próximos años. En los últimos programas el FMI ha sido más laxo en este frente, con correcciones en este sentido menos exigentes en los primeros años del programa, lo que naturalmente aumenta las posibilidades de alcanzar un acuerdo, habida cuenta del menor coste político para el Gobierno.

El problema es que el programa no atajará ninguna de las causas últimas que explican el comportamiento anémico de Argentina en las últimas décadas, sin que existan reformas estructurales que permitan aumentar la inversión privada o el crecimiento sostenible. Aun con un programa de menor alcance la división en la coalición gobernante probablemente deparará una ejecución compleja y subóptima del programa.

Inflación: no se espera una desaceleración para el próximo año

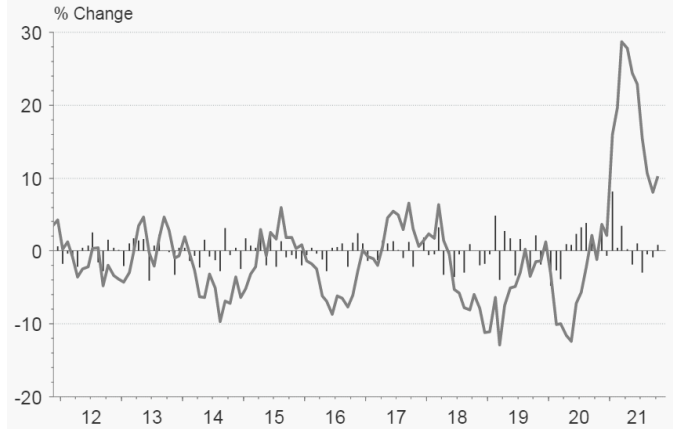
Nuestra opinión es que la inflación superará el próximo año la de 2021 (52,1% interanual en octubre) y las expectativas del mercado (48,9% interanual según la encuesta del BCRA), teniendo en cuenta los siguientes factores: i) la mayor depreciación aumentará las presiones inflacionistas; ii) la financiación monetaria del déficit presupuestario seguirá siendo importante en 2022 (80% en 2021). El tipo de interés debería ser más elevado, lo que lo haría menos negativo en términos reales, pero memaría el ya debilitado balance de la institución monetaria; iii) el ajuste de los precios de los suministros públicos será uno de los requisitos previos del FMI para firmar un acuerdo, en vista del actual deterioro del saldo presupuestario por los mayores subsidios (probablemente implementados a través de un programa de segmentación de precios para limitar el coste político).

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 2022: oficial 175; paralelo 250)

Argentina industrial production



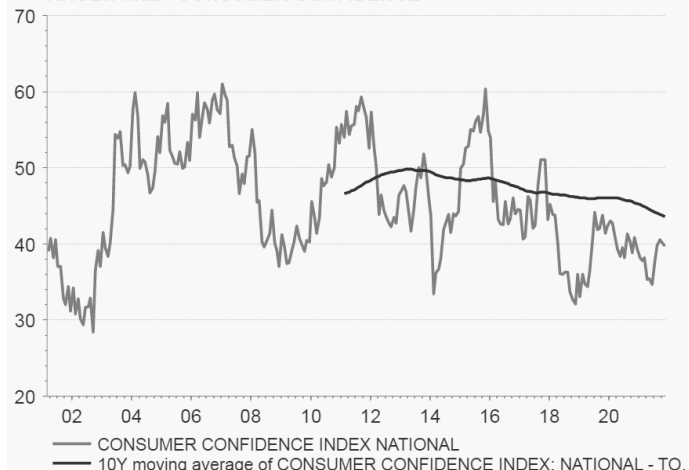
Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - ECONOMIC ACTIVITY INDICATOR



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ARGENTINE - CONSUMER CONFIDENCE



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK



RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	EPS 2021	Projected EPS 2022	EPS Growth 2022	PE ltm EPS 2021	E[PE] ltm Year end 2022	Spread PE trailing vs fw	INDEX CURRENT PRICE	Current Fair Value (EPS 12 month fw)	E[Perf] to Fair Value	Qualitative Assessment	Exit Point	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	209,0	225,0	7,7%	21,90	20,00	0,91	4.577	4.500	-1,7%	MW	4.950	8,1%
Europe - Stoxx Europe 600	29,3	30,5	4,3%	15,97	17,00	1,06	467	519	11,0%	MW/OW	570	22,1%
Euro Zone - Euro Stoxx	28,3	29,5	4,3%	16,28	17,00	1,04	461	502	9,0%	MW/OW	552	19,9%
Spain IBEX 35	623,0	634,0	1,8%	13,34	15,00	1,12	8.310	9.510	14,4%	MW/OW	10.461	25,9%
Mexico IPC GRAL	3.618,0	4.000	10,6%	14,08	15,00	1,07	50.927	60.000	17,8%	OW	66.000	29,6%
Brazil BOVESPA	14.407	15.000	4,1%	7,30	8,00	1,10	105.214	120.000	14,1%	MW/OW	132.000	25,5%
Japan NIKKEI 225	1.639,0	1.750,0	6,8%	17,10	19,00	1,11	28.030	33.250	18,6%	OW	36.575	30,5%
China SSE Comp.	272,0	309,0	13,6%	13,26	12,50	0,94	3.607	3.863	7,1%	MW/UW	4.249	17,8%
China Shenzhen Comp	97,0	122,0	25,8%	26,05	22,00	0,84	2.526	2.684	6,2%	MW/UW	2.952	16,9%
India SENSEX	2.345,0	2.757,0	17,6%	24,60	23,00	0,93	57.696	63.411	9,9%	MW	69.752	20,9%
Vietnam VN Index	85,9	109,8	27,9%	16,81	17,00	1,01	1.443	1.866	29,3%	OW	2.053	42,2%
Taiwán SE Weighted Index	1.306,0	1.271,0	-2,7%	13,55	15,00	1,11	17.697	19.065	7,7%	MW/OW		
MSCI EM ASIA	46,0	49,5	7,7%	14,58	15,00	1,03	670	743	10,8%	OW	817	21,9%

ANDBANK ESTIMATES

ANÁLISIS DE POSICIONAMIENTO, FLUJOS Y CONFIANZA

Perspectiva de riesgo. Valoración de Andbank: -1,5 (en un rango de ±7)

Agregado (neutral, con sesgo de infraponderación). Mantenemos básicamente la prudencia, aunque no esperamos movimientos significativos en los mercados hasta el próximo año al no estar previsto ningún anuncio importante por parte de los bancos centrales.

Posicionamiento de mercado (neutral, con sesgo de infraponderación). La asignación de activos a renta variable aún es alta en las carteras, con los inversores tratando de beneficiarse de un eventual recorrido al alza a final de año. La señal del ratio *Put-call* (volumen de opciones de venta/volumen de opciones de compra) indica un elevado nivel de cobertura de las carteras. Por su parte el nivel actual del índice *Skew* (una medida del riesgo «de cola» del S&P 500), situado en 148, refleja que el temor a una intensa corrección bajista en las cotizaciones sigue muy presente (el nivel lleva bastante alto desde hace algún tiempo).

Análisis de flujo (neutral). Las elevadas entradas netas en fondos de renta variable estadounidense indican una tendencia positiva en las acciones en un intento por aprovechar un posible *rally* de fin de año. Observamos flujos positivos hacia China, dirigidos en concreto hacia empresas de electrónica e Internet. Japón, en cambio, registró salidas.

Encuestas y análisis de opinión (infraponderación). La confianza inversora vuelve a ser excesiva, impulsada básicamente por los inversores minoristas, ya que los inversores institucionales tienden a ser más prudentes a los niveles actuales.

ANÁLISIS TÉCNICO

Escenario de tendencias. Soportes y resistencias

	Name	Refinitiv Ticker	View 1 month	Principal Support	Principal Resistance	Support 1 month	Resistance 1 month	Target (TA) 12M	@	Return to Target (TA)
INDICES	Euro Stoxx Index	.STOXXE	Bullish	434,87	Sub. Libre	444,19	Sub. Libre	597,78	486,19	22,95%
	Euro Stoxx 600	.STOXX	Bullish	430,32	Sub. Libre	447,54	Sub. Libre	578,11	487,70	18,54%
	Ibex	.IBEX	Lateral	8.000,00	10.100,00	8.551,20	9.310,80	10.000,00	8.903,20	12,32%
	S&P	.SPX	Lateral	3.800,00	Sub. Libre	4.278,94	Sub. Libre	5.309,04	4.704,54	12,85%
	Japón	.N225E	Lightly bullish	28.361,00	30.795,00	28.472,55	30.795,00		29.745,87	
	China	.SZSC	Lightly bullish	2.119,79	2.523,24	2.330,85	2.511,97		2.490,27	
	India	.BSESN	Lightly bearish	52.949,00	Sub. Libre	53.290,00	Sub. Libre	68.900,93	59.636,01	15,54%
	Brasil	.BVSP	Lightly bearish	90.147,00	131.190,30	93.386,00	Sub. Libre		102.426,00	
	México	.MXX	Lightly bearish	42.576,42	Sub. Libre	48.598,00	53.400,27	52.714,31	50.831,95	3,70%
	OTROS	Oil West Texas	WTCLc1	Lightly bullish	57,26	112,22	69,41	85,41	96,70	78,98
Gold		XAU=	Lateral	1.659,00	2.072,49	1.720,49	1.916,40	2.083,00	1.858,46	12,08%
Treasury 10Y USA		US10YT=RR	Lightly bullish	0,9590%	1,9730%	1,3790%	1,7050%	2,000%	1,588%	26,076%
Bund 10Y Germany		DE10YT=RR	Lightly bullish	-0,6710%	-0,0740%	-0,3700%	-0,0740%	0,000%	-0,284%	100,000%

Bullish: potencial alcista superior al 3,5%; **Lateral bullish:** potencial alcista +1,5%/+3,5%; **Lateral:** -1,5%/+1,5%; **Lateral bearish:** potencial bajista -3,5%/-1,5%; **Bearish:** potencial bajista superior al 3,5%.



ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 70-80 USD/barril

(Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 80 USD.)

Factores a corto plazo

(Positivo para el precio) – La crisis energética y el consiguiente repunte en los precios de la energía, ¿es un fenómeno transitorio? ¿Es consecuencia de la pandemia? Gran parte del aumento de la inflación se explica por el fuerte encarecimiento de la electricidad, que a su vez es resultado del fuerte incremento en los precios del gas y el petróleo. Hemos de preguntarnos si el Covid está detrás de esta crisis y, por tanto, si el que se resuelva es mera cuestión de tiempo. Pues bien, mucho nos tememos que a la actual crisis energética subyace algo más estructural que la pandemia, relacionado con la falta de formación de capital y las desinversiones en el sector energético convencional. Un análisis de los planes de inversión de las 50 mayores empresas energéticas de EE.UU. revela que estos se han recortado y que se prevé un crecimiento nulo en los próximos años. Esto se explica por el creciente impulso de las políticas ESG, así como por un discurso que insiste en la «descarbonización» en los próximos 15 años. Esta tendencia ESG, necesaria en muchos sentidos, también tiene aspectos indeseables si no va acompañada de un plan que permita realizar la transición utilizando otras fuentes de energía. El primer efecto es un fuerte aumento en el coste del capital de las empresas involucradas en generar energía a partir de fuentes fósiles. Y, cuando el coste del capital supera la rentabilidad del capital, se entra en un proceso de desinversión que, llevado al extremo, conduce al cese de la actividad. En un mundo en el que la población sigue creciendo esto equivale de hecho a una destrucción neta de capital, con la consiguiente incapacidad para resolver el problema de la demanda mundial de energía. Esta tendencia general no cambiará a corto ni a medio plazo.

(Positivo para el precio) – Los países de la OPEP+ ni siquiera cumplen sus compromisos de producción y continúan reduciendo el suministro, una situación que no cambiará en 2022. Que el mercado mundial del petróleo esté a punto de enfilar un excedente de oferta dependerá de que los principales países productores suministren conjuntamente lo prometido, algo que no han hecho en los últimos meses. Las previsiones de noviembre de la EIA sitúan la producción de la OPEP muy por debajo de su nivel objetivo hasta 2022. Con datos hasta octubre, la producción de la OPEP tan solo aumentó en 136.000 barriles diarios respecto al mes anterior, menos de una quinta parte del incremento implícito en la previsión presentada a los correspondientes ministros a finales de octubre. Si la previsión de la EIA para 2022 fuera correcta, el superávit previsto para el primer trimestre desaparecería, al tiempo que el inventario global acumulado no superaría el millón de barriles de petróleo diarios durante el resto del año, en contraste con el aumento de 3 millones de bpd en el cuarto trimestre que era el objetivo que se había propuesto la OPEP.

(Neutral para el precio) – Las fuertes inversiones realizadas en el pasado permitirían mitigar el encarecimiento de la energía. Este podría ser un factor que contribuyese no poco a estabilizar el precio de la energía, ya que son numerosos los pozos de fractura hidráulica en EE.UU. que comienzan a elevar la producción al rondar el precio del petróleo los 80 USD/barril. Según la última edición del informe *Drilling Productivity Report* de la EIA estadounidense, la producción de la cuenca del Pérmico rozó el mes pasado el nivel récord que marcó justo antes de la pandemia. La previsión de producción total de petróleo de esquisto en EE.UU. se elevó a 8,22 Mbpd en noviembre, dando continuidad al aumento de octubre. La producción del Pérmico previsiblemente aumentará hasta casi 4,89 Mbpd, tras el notable aumento de octubre (el récord, de 4,91 Mbpd, se estableció en marzo de 2020). También la producción de la cuenca del Bakken se incrementaría en noviembre. Estas inversiones realizadas en el pasado están haciendo posible, por tanto, que la producción continúe aumentando en EE.UU. La cuenca del Pérmico, con sus bajos costes de producción variables y elevada productividad, es la región petrolera estadounidense mejor posicionada de cara a una recuperación. También otros campos de esquisto se recuperan, aunque con lentitud, estimándose que los del Bakken e Eagle Ford todavía seguirán un 26% y 37% por debajo de su respectivo máximo histórico.

(Negativo para el precio) – La perforación en EE.UU. previsiblemente aumentará en 2022 al incorporarse plataformas adicionales y haberse adjudicado el mayor número de licencias de perforación en el Golfo desde 2014. Los productores de esquisto de EE.UU. han añadido plataformas adicionales en esta recuperación mucho más lentamente que en anteriores, pero las plataformas activas y la producción total tienen visos de aumentar. La cifra de 454 plataformas activas aún queda muy por debajo de las 683 plataformas activas inmediatamente antes de la pandemia, en marzo de 2020, si bien los productores han ahorrado dinero completando pozos perforados sin terminar (DUCs) en lugar de perforar otros nuevos. El número de pozos pendientes de finalizar prácticamente es el menor desde hace años, lo que obligará a los productores a acometer nuevas perforaciones. Por otro lado, una subasta pública de derechos de perforación en el Golfo de México se saldó con adjudicaciones por importe de 191,7 millones de USD, presentándose 317 ofertas para 308 parcelas. No se habían adjudicado tantas licencias en una sola subasta del Golfo desde 2014, cuando el barril de WTI cotizaba a 80 USD. Sin embargo, la puja media se redujo a unos 622.000 USD por licencia, una tendencia a la baja que sería reflejo del malestar de la industria petrolera ante un clima cambiante y el entorno propicio a los factores ESG. La subasta estaba programada originalmente para marzo, pero se pospuso cuando Biden impuso una moratoria sobre los nuevos contratos hasta que el Departamento de Interior realizase un estudio integral de la actividad. Un tribunal federal de Luisiana declaró inválida la moratoria. No está claro cuándo se celebrará otra subasta cuando finalice el programa de licencias del gobierno de Obama el próximo año. En cualquier caso, las concesiones de licencias futuras seguramente contendrán estipulaciones más restrictivas.

(Neutral para el precio) – La reciente debilidad en el precio del petróleo, motivada por la posible liberación coordinada de reservas por parte de países consumidores de petróleo, podría continuar. Según fuentes, Japón comenzó a prepararse para liberar sus reservas nacionales de crudo después de que EE.UU. llamase a adoptar medidas a nivel internacional para presionar a la baja los precios del crudo. También podrían liberarse reservas privadas de petróleo, aunque recurrir a tal medida posiblemente requeriría una modificación legislativa. Las empresas japonesas poseen unos 175 millones de barriles de crudo y productos derivados del petróleo. El primer ministro de Japón, Kishida, confirmó esa intención. Por su parte, China señaló que trataba de poner a la venta una parte de sus inventarios. Según los analistas de Citi, la liberación combinada de reservas internacionales podría superar los 120 millones de barriles.

(Neutral para el precio) – Irak planea doblar su producción para 2027 por encima de 8 Mbpd, aunque muchos dudan de la viabilidad del plan. Según Platts, Irak se propone casi duplicar su capacidad de producción de crudo para 2027, un plan que las inversiones externas pueden alterar en un momento en el que las empresas petroleras buscan reducir riesgo en sus carteras. Son numerosos los analistas que consideran inviable el objetivo de los 8 Mbpd, dadas las exigentes condiciones fiscales que Irak suele ofrecer a las empresas y la necesidad de invertir para reducir una quema de gas asociada que lo ha convertido en uno de los países productores de petróleo más contaminantes. La región kurda también afronta una escasez crónica de liquidez monetaria y disputas presupuestarias, lo que entorpece el crecimiento de su sector petrolero. La producción de Irak en octubre ascendió a 4,17 Mbpd, estimando Platts una capacidad total de 4,72 Mbpd en 2027.

Factores a largo plazo

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

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

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



METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 1.700-1.900 USD/onza
(Comprar por debajo de 1.700 USD; vender por encima de 1.900 USD.)

Factores positivos para el oro

Consideración del oro como activo antifrágil. El oro comparte la cualidad de activo antifrágil con el bono «libre de riesgo» del Tesoro estadounidense (UST). Los inversores siempre han de realizar el ejercicio de decidir qué activo antifrágil mantendrán en sus carteras para protegerse de la inestabilidad en los mercados financieros, perturbaciones de oferta o demanda, o un colapso de los tipos de interés reales (por efecto de la inflación). La respuesta tendrá mucho que ver con la percepción de cuál de los dos activos antifrágiles tradicionales (el oro y el UST, u otro bono soberano computable en recursos propios básicos como «capital Tier 1») ofrecerá una mejor rentabilidad relativa en el futuro. Lo que dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. Al respecto, tenemos muy claro que la oferta relativa de bonos del Tesoro de EE.UU. será prácticamente ilimitada, mientras que la de oro seguirá siendo muy limitada en la próxima década.

Los rendimientos negativos aún confieren atractivo al oro. La desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija –que el oro no ofrezca cupón– está en estos momentos neutralizada, con tipos negativos en numerosos títulos de deuda global (el valor nominal de bonos con rendimientos negativos supera los 13 billones de USD).

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio cayó 0,89, muy por debajo de su media de 20 años de 1,85x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio... o que el paladio es incluso más caro que el oro.

Factores negativos para el oro

El oro está caro respecto a la plata. La ratio oro/plata subió a 77,93x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 66,52 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata. Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.535 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que aumentó a 22,95x, supera todavía con creces su media de los últimos 20 años de 18,17 veces. Considerando nuestro valor razonable por fundamentales para el petróleo WTI de 70 USD/barril, y suponiendo que la utilidad funcional de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.271 USD/oz para que esa relación continuara cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,1956 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, que sirve de aproximación para el deflactor mundial) está a 1.504 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.049 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.254 USD/onza.

Los cuatro riesgos que históricamente han puesto fin a cualquier ciclo alcista del oro ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata? El alza de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocándose una apreciación del USD. El *rally* de 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, también el USD). En el período 2001-11 (en el que la cotización del oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), las políticas 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 más altos; 2) apreciación del USD; 3) aumento de los tipos reales; 4) pérdida de impulso o *momentum*. 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 estructural (a la baja) en la tendencia del oro**, ya que el metal áureo ha perdido totalmente su impulso, así como también por la posibilidad de una subida de tipos de interés que se hace más probable con el inminente inicio por parte de la Fed de una moderación gradual del nivel de liquidez (*tapering*). Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de poner fin abruptamente al repunte del oro.

- **Riesgo nº. 1: Tipos nominales más altos (riesgo MEDIO).** Aunque hace apenas unos meses parecía imposible imaginar alzas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, esta posibilidad cobra creciente plausibilidad cada día que pasa.

- **Riesgo nº. 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente, provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (negativo para el oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto en el saldo por cuenta corriente que impulse drásticamente al USD. Más bien, el saldo (déficit) podría permanecer estable alrededor del 2% del PIB y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que podría terminar con el mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de salida (*tapering*) podría provocar una cierta escasez de dólares, lo que tendría un efecto muy negativo en el precio del oro.

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

- **Riesgo nº. 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. En la década 2001-2011 fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del oro. En cambio, en la década 2011-2020 el grueso de la riqueza mundial se ha generado en EE.UU. (por personas con escaso interés en el oro), mientras el crecimiento era mucho más moderado en mercados emergentes. Si estos volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos una opinión clara sobre Asia, weighed down as it is by a China engulfed in unprecedented corporate crackdown.



DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y objetivos fundamentales

Perspectivas (de la respectiva moneda frente al USD) según el análisis por la Z de Altman. Objetivos por fundamentales.

USD frente a las demás divisas: DESFAVORABLE para el USD en el corto plazo de acuerdo al Z-score

Divisas de países de mercados emergentes: FAVORABLE para el USD en el corto plazo de acuerdo al Z-score.

EUR/USD: Objetivo: 1,12 (comprar USD a 1,14 dólares/euro; vender USD a 1,09). FAVORABLE al EUR en el corto plazo.

USD/JPY: Objetivo: 116; **EUR/JPY:** Objetivo: 130. Ligeramente FAVORABLE de acuerdo al Z-score.

GBP/USD: Objetivo: 1,39; **EUR/GBP:** Objetivo: 0,80. Ligeramente FAVORABLE de acuerdo al Z-score.

USD/CHF: Objetivo: 0,93; **EUR/CHF:** Objetivo: 1,04. NEUTRAL de acuerdo al Z-score.

USD/BRL: Objetivo: 5,35; **EUR/BRL:** Objetivo: 5,99. NEUTRAL de acuerdo al Z-score.

USD/MXN: Objetivo: 21; **EUR/MXN:** Objetivo: 23,52. FAVORABLE de acuerdo al Z-score.

USD/ARS: Objetivo: 175. NEGATIVA.

USD/INR: Objetivo: 76. NEUTRAL.

CNY: Objetivo: 6,35. NEUTRAL.

RUB: NEGATIVA.

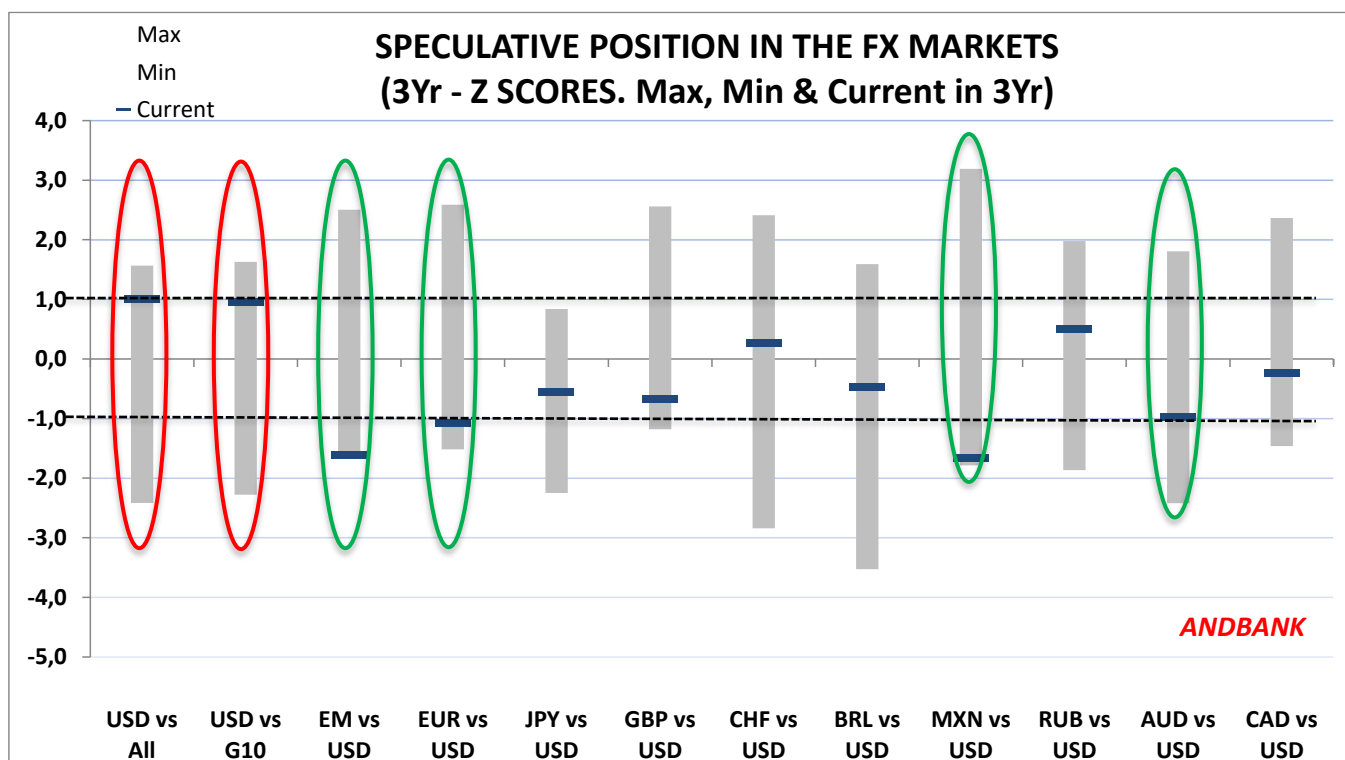
AUD: FAVORABLE.

CAD: NEUTRAL.

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	22,18	0,66	32,1	-28,2	3,2	1,00
USD vs G10	21,26	-0,08	32,7	-25,4	4,1	0,96
EM	-0,92	-0,74	3,9	-0,9	1,3	-1,61
EUR	-2,31	-0,55	23,4	-8,6	7,9	-1,08
JPY	-10,56	0,67	0,6	-15,0	-8,3	-0,55
GBP	-2,89	-3,03	4,3	-6,5	-1,1	-0,67
CHF	-1,52	0,86	1,8	-6,0	-2,1	0,27
BRL	-0,27	-0,25	0,7	-0,8	-0,1	-0,48
MXN	-1,17	-0,22	3,3	-1,2	1,0	-1,66
RUB	0,61	-0,18	1,2	-0,3	0,4	0,51
AUD	-4,57	1,11	6,1	-6,6	-1,2	-0,98
CAD	-0,25	0,64	6,1	-5,0	0,4	-0,24

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

ANDBANK



ANDBANK

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 16

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fair Value	Expected Performance to Fair Value*
Equity	USA - S&P 500	-1,8%	21,9%	4.577	4.500	-1,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	-2,9%	16,6%	467	519	11,0%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-3,9%	15,5%	461	502	9,0%
	SPAIN - IBEX 35	-8,0%	2,8%	8.310	9.510	14,4%
	MEXICO - MXSE IPC	-1,8%	15,6%	50.927	60.000	17,8%
	BRAZIL - BOVESPA	-0,1%	-12,2%	105.469	120.000	13,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	#N/A	2,1%	28.030	33.250	18,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,1%	3,9%	3.607	3.863	7,1%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	5,5%	8,5%	2.526	2.684	6,2%
	INDIA - SENSEX	-3,5%	22,4%	57.696	63.411	9,9%
	VIETNAM - VN Index	-0,1%	30,8%	1.443	1.866	29,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,4%	-6,0%	670	743	10,8%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	1,6%	-3,2%	1,42	2,00	-3,2%
	UK 10 year Gilt	2,4%	-4,5%	0,78	1,50	-5,0%
	German 10 year BUND	1,6%	-2,1%	-0,38	0,05	-3,8%
	Japanese 10 year Govie	0,3%	-0,2%	0,05	0,20	-1,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	1,3%	-2,5%	0,35	0,85	-3,6%
	Italy - 10yr Gov bond	1,1%	-2,7%	0,91	1,25	-1,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,2%	-2,3%	0,27	0,85	-4,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,2%	-3,3%	0,05	0,50	-3,5%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	-4,0%	1,19	1,45	-0,9%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,2%	-0,3%	56,73	60	-0,1%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,2%	0,6%	280,13	275	2,4%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,1%	-0,3%	57,38	70	0,4%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,6%	1,3%	325,13	331	3,3%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-10,3%	-51,0%	20,34	20,00	23,1%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-14,6%	8,39	7,50	15,5%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	1,3%	6,36	5,10	16,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,4%	1,6%	6,37	6,00	9,3%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	-13,4%	4,98	5,00	4,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,5%	5,0%	2,89	2,40	6,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,0%	-4,4%	3,51	3,10	6,8%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-5,0%	1,84	1,90	1,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,1%	-6,0%	1,67	2,75	-7,0%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,1%	-2,6%	2,13	3,40	-8,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	-1,8%	0,53	1,50	-7,2%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,7%	-12,4%	7,40	7,75	4,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,1%	-3,0%	3,28	3,75	-0,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	5,3%	-28,9%	11,33	11,00	14,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,6%	-8,2%	4,86	5,75	-2,3%
Commodities	Oil (WTI)	-15,5%	40,7%	68,3	60,00	-12,1%
	GOLD	0,3%	-6,4%	1.775,0	1.900	7,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,5%	-7,4%	1,132	1,12	-1,0%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,9%	-2,8%	1,33	1,39	4,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,3%	-4,8%	0,85	0,80	-5,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,7%	3,8%	0,92	0,93	1,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,8%	-3,8%	1,04	1,04	0,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,7%	9,6%	113,17	116,00	2,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,2%	1,5%	128,07	129,92	1,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	3,1%	6,5%	21,16	21,00	-0,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,4%	-1,3%	23,92	23,52	-1,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,2%	8,1%	5,62	5,35	-4,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,4%	0,2%	6,36	5,99	-5,7%
	USDARS (price of 1 USD)	1,3%	20,3%	101,13	175,00	73,0%
	USDINR (price of 1 USD)	0,9%	2,9%	75,13	76,00	1,2%
	CNY (price of 1 USD)	-0,6%	-2,4%	6,37	6,35	-0,3%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Together
Everyone
Achieves
More



Eduardo Anton
US: Equity, Bonds & Corporates
+1 305 702 0601



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



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



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



Marian Fernández
Europe: Rates, Macro & ECB
+34 639 30 43 61



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



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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Juan Manuel Lissignoli
Uruguay & Argentina: Bonds, FX, Macro
& Politics,
+598 2626 2333



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



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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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