

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Perspectivas estratégicas para 2023

## Análisis Corporativo

*Estratégico 2023*



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

## RESUMEN EJECUTIVO

- Global.** El año 2022 puso de manifiesto que el conflicto, lejos de ser regional, es global y transversal: global por afectar a todos los países principales; transversal porque se desarrolla en múltiples campos (política, energía, semiconductores, alimentación, finanzas...). Los conflictos globales duran mucho, por lo que lo más probable es que la situación se prolongue a lo largo de 2023. En consecuencia, el complejo de materias primas y productos básicos podría continuar dislocado, presionando sobre los precios al consumo en 2023 y obligando a los bancos centrales a mantenerse alerta mucho tiempo, tal vez más de lo que actualmente anticipa el consenso, en cuyo caso el entorno probablemente seguiría siendo adverso para los mercados financieros. Por eso no tenemos nada claro que 2023 vaya a ser mejor que 2022.
- Energía y mercados.** Existe un estrecho vínculo entre energía, ciclo económico y mercados. A la economía mundial nunca le ha ido bien con precios energéticos estructuralmente altos y, si bien los precios del gas han disminuido recientemente, en Europa aún superan en un 480% el precio medio anterior a 2020 (en EE.UU. están un 250% por encima de los niveles de 2019). El vínculo también muestra que rara vez fue rentable invertir en activos financieros cuando la energía estaba cara y el precio tendía con fuerza al alza. Comparar la tendencia de los precios de petróleo y gas de los últimos dos años con la de los últimos 15 años permite concluir que la energía se encuentra en fase de aceleración.
- Inflación.** En varias ocasiones durante 2022 el mercado pensó que la inflación ya había alcanzado su máximo, induciendo un rebote en los precios de los activos. La cuestión de la inflación reviste suma importancia, ya que provocó un cambio drástico en el régimen monetario, lo que a su vez desencadenó un cambio brusco en la confianza inversora. El Comité de Inversiones Globales de Andbank (CIGA) finalmente coincidió en que era posible que la inflación hubiera tocado ya techo en EE.UU., pero el debate fue arduo porque sabemos, por nuestros datos, que la inflación nunca alcanza su máximo hasta bien entrada la recesión. Siendo así, de repetirse la historia, los bancos centrales provocarán deliberadamente la recesión para volver a contener la subida generalizada de los precios.
- Europa y el BCE.** Sea como fuere, haya tocado o no techo la inflación, una de las conclusiones básicas del CIGA fue que las principales economías mundiales entrarán en recesión en 2023. Empezará Europa, con un crecimiento estimado del PIB negativo (según Reuters) del -0,8% en tasa anual desestacionalizada en el primer trimestre de 2023, -2,8% en el segundo y -1,20% en el tercero, lo que permitirá que la tasa de refinanciación del BCE vaya poco más allá de los niveles actuales, quedando en 3%-3,25%.
- EE.UU. y la Fed.** La economía estadounidense, por su mayor dinamismo, podría tardar algo más en entrar en recesión, estando además por ver su intensidad (el consenso del banco es optimista al respecto). La interpretación negativa de tal resiliencia es que la Fed llegará más lejos en su intento de enfriar la economía, probablemente elevando tipos hasta el 5% (o más) y manteniéndolos en ese nivel uno o quizás dos años. Esto, que aún no se refleja en los precios de los activos, será una sorpresa negativa cuando se materialice. No compartimos la opinión de que la Fed podría empezar a bajar los tipos de interés ya en 2023.
- El marco de los cuatro cuadrantes.** Este marco sólo considera dos variables, crecimiento y precios, por lo que sólo caben cuatro escenarios para la economía mundial: 1) crecimiento con inflación, 2) crecimiento con deflación, 3) recesión con deflación y 4) recesión con inflación. El enfoque cobra mayor relevancia por cuanto los activos financieros se comportan de manera bien diferente en función de en qué cuadrante se halle la economía. En opinión de CIGA, la economía mundial se dirige hacia el cuadrante 4 (recesión con inflación). Y aun cuando esta transición podría ser temporal ha de mantenerse la prudencia, tanto más cuanto que en dicho escenario pocos activos financieros responden bien.
- Nuestra estrategia.** Se mantendrá un nivel elevado de efectivo y activos líquidos asimilables en los mandatos discretionales (alrededor del 15-20%) y únicamente entraremos con determinación en riesgo cuando los niveles rondan los 3.200 puntos en el S&P y los 390 puntos en el Stoxx Europe 600. Se mantiene la actitud general de prudencia en todos los mercados (siendo quizás algo más optimistas con el mercado español, México, India y Vietnam) y no alteraremos las posiciones actuales. En **renta variable** estamos invertidos en sectores de alta convicción (en el componente de crecimiento) y sectores consistentes con el cuadrante macro (en el resto de secciones). Sesgo hacia sectores mas invariables, como consultoría, calificación, gestión portuaria, defensa, lujo, servicios penitenciarios, funerarios, etc. En **renta fija** Seremos muy exigentes en materia de duración, tomando posiciones agresivas solo con niveles de TIR en deuda del UST USD claramente por encima del 4% y, en EUR, cuando el Bund alemán esté por encima del 3% (siendo conscientes que será difícil ver ese nivel para el caso del Bund). También en deuda empresarial la postura será de prudencia y tan solo reforzaremos la cartera a ciertos niveles (diferenciales muy por encima de 100 pb en IG y de 500 pb en HY). Gestionamos las posiciones actuales para que las pérdidas sea de naturaleza no permanentes, pues creemos que todas nuestras posiciones individuales en renta fija (tanto en IG como HY) cumplirán sus obligaciones de pago.
- Más allá de 2023.** Somos conscientes del desafiante panorama planteado y hemos de admitir que nada asegura que el entorno de mercado vaya a ser mejor en 2023 que en 2022. Sí que esperamos, con todo, tipos de interés positivos y decisiones económicas racionales, que hagan el entorno más razonable. Eso nos evitaría tener que incurrir en un nuevo desequilibrio para corregir otro anterior y nos alejaría del desastre final. Que el mercado determine el precio de los activos, recuperándose el principio del descubrimiento de precios, por mucho que pueda resultar doloroso al principio, es infinitamente mejor que tener a una autoridad monetaria dictándolos. El año 2023 presenta una buena oportunidad de seguir ciertos activos que, a ciertos precios, brindarán una oportunidad única de formar una cartera. Una cartera que, si bien no depararía de entrada grandes alegrías, sentaría las bases para obtener grandes recompensas en un futuro no lejano.

## RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommend d Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	4.027	3.198	-20,6%	UW-MW	4.157
Europe - Stoxx Europe 600	441	389	-11,8%	MW	467
Euro Zone - Euro Stoxx	427	369	-13,6%	MW	443
Spain IBEX 35	8.397	8.097	-3,6%	OW-MW	8.907
Mexico IPC GRAL	51.994	52.844	1,6%	OW-MW	58.129
Brazil BOVESPA	108.841	106.896	-1,8%	MW	117.586
Japan NIKKEI 225	28.383	26.559	-6,4%	MW	29.215
China SSE Comp.	3.089	2.951	-4,5%	UW	3.246
China Shenzhen Comp	1.998	1.929	-3,5%	UW	2.122
India SENSEX	62.273	68.186	9,5%	OW	75.005
Vietnam VN Index	948	1.001	5,7%	OW	1.102
Taiwan SE Weighted Index	14.784	13.940	-5,7%	MW/OW	15.334
MSCI EM ASIA	495	501	1,3%	OW	552

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

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Fixed Income</b>	US Treasury 10 year Govie	-17,3%	3,84	4,00	2,5%
<b>Core countries</b>	UK 10 year Gilt	-17,0%	3,19	3,75	-1,3%
	German 10 year BUND	-17,4%	1,97	2,25	-0,3%
	Japanese 10 year Govie	-1,3%	0,24	0,25	0,1%
<b>Fixed Income</b>	Spain - 10yr Gov bond	-19,0%	2,98	3,25	0,8%
<b>Peripheral</b>	Italy - 10yr Gov bond	-21,1%	3,91	4,25	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-19,1%	2,89	3,25	0,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	-17,5%	2,43	2,75	-0,1%
	Greece - 10yr Gov bond	-22,3%	4,18	4,75	-0,4%
<b>Fixed Income</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-1,4%	94,75	100	2,6%
<b>Credit</b>	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-4,9%	461,22	500	5,3%
	Credit USD IG - CDX IG	-1,0%	81,35	100	4,9%
	Credit USD HY - CDX HY	-3,5%	479,51	500	8,9%

## RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Fixed Income</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	118,1%	10,73	11,75	2,6%
<b>EM Europe (Loc)</b>	Russia - 10yr Gov bond (local)	-5,4%	10,00	14,00	22,0%
<b>Fixed Income</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	7,01	6,50	11,1%
<b>Asia</b>	India - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	7,31	7,25	7,8%
(Local currcy)	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-15,7%	7,20	8,00	0,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,1%	2,80	2,75	3,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-3,3%	4,37	5,25	-2,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-4,6%	2,65	3,50	-4,2%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-10,2%	3,10	4,00	-4,1%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-10,3%	3,68	4,50	-2,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-6,4%	1,57	2,50	-5,9%
<b>Fixed Income</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-6,5%	9,21	10,00	2,8%
<b>Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (USD)	-19,1%	5,88	5,90	5,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-15,2%	13,34	13,50	12,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-12,0%	6,66	7,25	2,0%

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	6,0%	79,7	87,50	9,7%
	GOLD	-5,0%	1.737,8	1.900	9,3%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-9,9%	1,024	0,975	-4,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-12,6%	1,18	1,17	-1,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	3,1%	0,87	0,83	-3,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	5,1%	0,96	0,97	1,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-5,3%	0,98	0,95	-3,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	23,5%	142,12	135,00	-5,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	11,2%	145,54	131,63	-9,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-4,6%	19,54	21,00	7,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-14,1%	19,99	20,48	2,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-4,5%	5,32	5,25	-1,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-14,0%	5,45	5,12	-6,0%
	USDARS (price of 1 USD)	58,9%	163,17	370,00	126,8%
	USDINR (price of 1 USD)	9,7%	81,70	82,00	0,4%
	CNY (price of 1 USD)	12,8%	7,16	7,50	4,7%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# EE.UU.

## ¿Cuál será el tipo de interés *terminal* de la Fed y cuándo «pivotará» y empezará a bajar los tipos?

### Crecimiento y Reserva Federal

La economía estadounidense, por su mayor dinamismo, podría tardar algo más que Europa en entrar en recesión, estando además por ver su intensidad (el consenso del banco es optimista al respecto). La interpretación negativa de tal resiliencia es que la Fed llegará más lejos en su intento de enfriar la economía, probablemente llevando el tipo *terminal* hasta el 5% (o más alto) para poder anclar y canalizar la inflación. Una vez se alcance el tipo *terminal* del 5%-5,5% la Fed posiblemente lo mantendrá estable un tiempo, un año o quizás dos. Ese plazo dependería de la dinámica de la guerra y los precios energéticos. No compartimos la opinión de que la Fed podría empezar a bajar los tipos de interés ya en 2023. Esto aún no se refleja en los precios de los activos y será una sorpresa negativa cuando se materialice.

La última reunión de la Fed arrancó con la esperada subida de tipos de 75 pb (el objetivo se sitúa ahora en el rango del 3,75%-4%), seguida de las palabras de Powell sugiriendo que era «muy prematuro pensar en hacer una pausa» y que la «el nivel *terminal* de los tipos de interés estará por encima de lo previamente anticipado [en septiembre]». Por nuestra parte estamos muy al tanto de la evolución de materias primas y productos básicos, en especial de los precios de la energía. Estamos inmersos en un conflicto global y transversal: global por afectar a todos los países principales; transversal porque se desarrolla en múltiples campos (política, energía, semiconductores, alimentación, finanzas...). Los conflictos globales duran mucho, por lo que lo más probable es que la situación se prolongue a lo largo de 2023. Siendo así, el complejo de materias primas y productos básicos podría continuar dislocado, presionando sobre los precios al consumo en 2023 y obligando a los bancos centrales a mantenerse alerta mucho tiempo, tal vez más de lo que actualmente anticipa el consenso. En el pasado la Fed iniciaba sus ciclos de bajada de tipos después de que la inflación hubiese tocado techo y se hubiera producido una recesión. La razón es que históricamente la inflación alcanzaba su máximo después de entrada ya la recesión. La cuestión es determinar, entonces, si estamos ya en una recesión. Y, si no lo estuviéramos, ¿cuánto tardaríamos en ver el punto en que la Fed comenzaría a bajar los tipos?

### Inflación y actividad económica

La cuestión de la inflación reviste suma importancia, ya que provocó un cambio drástico en el régimen monetario, lo que a su vez desencadenó un cambio brusco en la confianza inversora. El Comité de Inversiones Globales de Andbank (CIGA) finalmente coincidió en que era posible que la inflación hubiera tocado ya techo en EE.UU., pero el debate fue arduo porque sabemos, por nuestros datos, que la inflación nunca alcanza su máximo hasta bien entrada la recesión. Siendo así, de repetirse la historia, los bancos centrales convocarán deliberadamente la recesión para volver a contener la subida generalizada de los precios.

La inflación mensual mostró, por primera vez en estos últimos meses, una cifra mejor de la esperada por el mercado (un dato del +0,4%, frente al +0,6% esperado) y la inflación interanual disminuyó del 8,2% al 7,7% (cuando la previsión era del 8%) tras alcanzar el 9,1% interanual en junio. Los datos de inflación subyacente también fueron inferiores a los esperados para las cifras mensual (+0,3% vs. +0,5%) e interanual (+6,3% vs. +6,5%). Los datos del mercado de trabajo en su conjunto todavía indican fortaleza y continúan presionando sobre los precios y la Reserva Federal. Aunque la tasa de desempleo aumentó al 3,7%, los empleadores siguen contratando: 261.000 nuevos empleos, por encima de los 205.000 esperados. La creación de empleo, sin dejar de representar un sólido aumento por criterios históricos, fue con todo la menor desde diciembre de 2020. El salario medio por hora también aumentó, un 0,4% mensual y 4,7% interanual, muy por debajo en cualquier caso de la inflación. Otra noticia positiva es que por segundo mes consecutivo mejoró la confianza de los consumidores (+4,05%), marcando un nivel de 107,8 cuando hace dos meses estaba en 95,30. El sector inmobiliario sigue siendo el que emite más señales de desaceleración.

### Mercados financieros

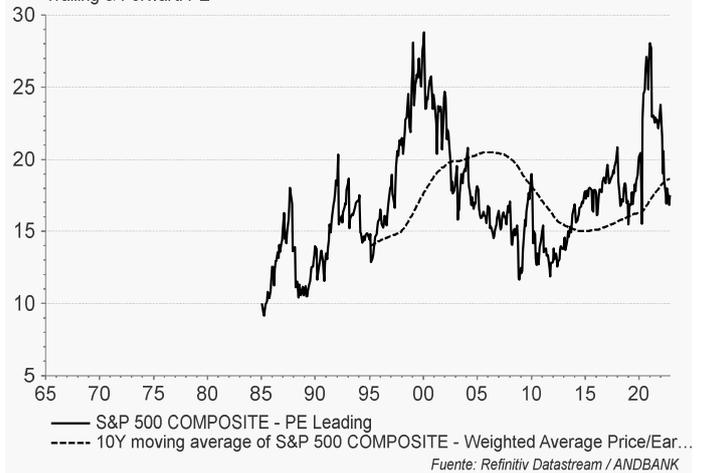
**Renta variable.** Dado que el conflicto en Ucrania ha cobrado naturaleza global, empujando a las grandes potencias a enfrentarse, lo más probable es que dadas las enormes capacidades de las partes, este conflicto se prolongue y endurezca, dejando un panorama complicado para precios energéticos, inflación, la Fed y los mercados. Por eso hemos intentado definir un posible suelo para el S&P: ajustando los beneficios (BPA a niveles de crecimiento negativo, que hemos fijado para 2023 en 220 USD) y el PER a 14,5 (un múltiplo compatible con una recesión leve), su cotización no debería bajar de los 3.200 puntos.

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** Seremos muy exigentes al tomar posiciones en valores de deuda en USD (únicamente lo haremos cuando el rendimiento del bono estadounidense a 10 años supere holgadamente el 4%), en particular tras haber examinado nuestras metas en relación con las próximas medidas que tomaría la Fed. También en deuda empresarial nuestra postura es de prudencia, de modo que únicamente reforzaremos la cartera a ciertos niveles: a diferenciales por encima de 100 pb en bonos de alta calidad (IG), que ofrecen rendimientos interesantes con una duración conservadora, y de 500 pb en los de alto rendimiento (HY), cuya tasa de incumplimiento estimada para 2023 es baja, en la horquilla del 2,5%-3,5% según Fitch.

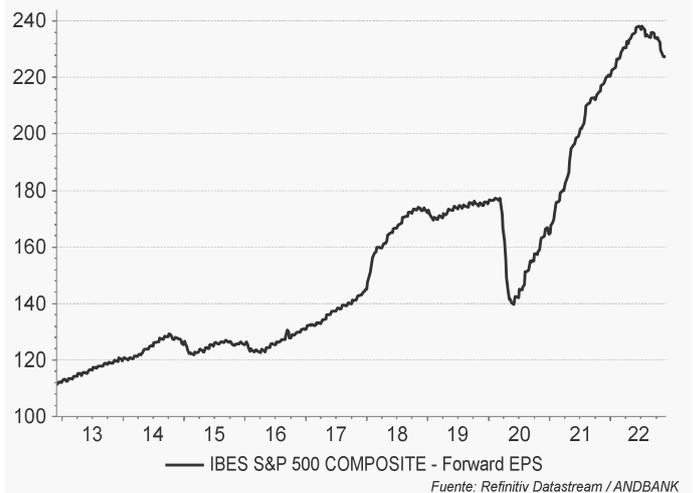
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 4,25%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 100 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 500 pb)  
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

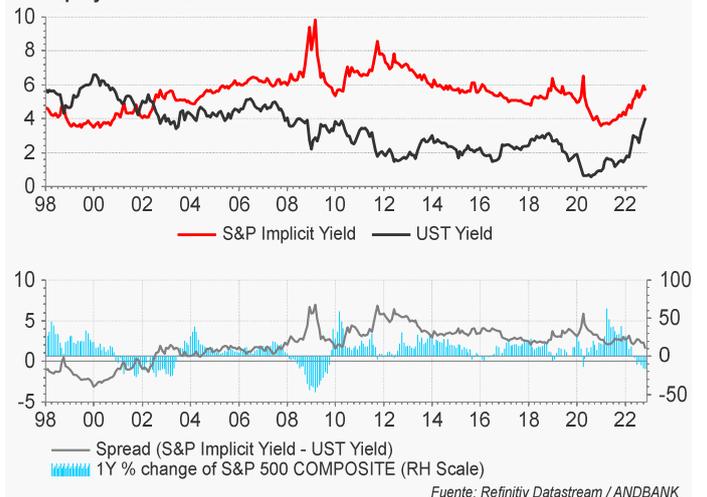
US price-to-earning ratio  
Trailing & Forward PE



S&P 500 - EPS



Equity Yield & UST Yield





## EUROPA

### No será fácil evitar la recesión el próximo año

#### En 2023 aguarda recesión con inflación (inferior a la de 2022, pero todavía alta)

Una recesión moderada en 2023 parece el escenario más plausible, también para el BCE. En el lado negativo el consumo decrece y la inversión privada renquea, ambas variables afectadas por la erosión del poder adquisitivo de los consumidores y unos niveles de confianza muy bajos. El principal apoyo proviene del impulso fiscal ante la crisis energética, con los fondos NGEU plenamente desplegados en 2023-2024. El mercado laboral, recuperado ya de la pandemia, podría comenzar a debilitarse algo. Con esto, el PIB para el conjunto de 2023 podría rondar el 0%-0,2%. En términos trimestrales, las cifras de crecimiento estimadas (por Reuters) se muestran en gran parte del año (primer, segundo y tercer trimestre) siendo el segundo trimestre el peor en tasa Y/Y. La recesión técnica tampoco no se descarta en las estimaciones recientes del BCE, lo que facilita que el tipo de refinanciación del BCE no vaya mucho más allá de los niveles actuales y se mantenga estable en 3%-3,25% para el Refi Rate (algo más bajo en el caso del Dep Rate). Persisten los riesgos relacionados con la energía pese al reciente alivio en los precios del gas, habiéndose adoptado también medidas estructurales que promueven un enfoque energético cooperativo a largo plazo. La inflación aún no ha tocado techo en Europa, lo que previsiblemente hará a finales de 2022 o principios del 2023, pero podría mantenerse incómodamente alta en 2023 para, hacia finales de ese año, descender al 5,5%-6% interanual. El escenario principal contempla una disminución de las tasas anuales de inflación energética por efectos de base y debido a las medidas de política. La inflación subyacente podría perder fuelle a medida que la economía profundice en la recesión, pero el encarecimiento generalizado de los servicios para nada está controlado y el de la energía se ha trasladado a bienes básicos. Los escenarios económicos van desde un mayor deterioro de la actividad económica en caso de producirse otra perturbación asociada a materias primas, con racionamiento del gas, en cuyo caso el PIB 2023 rondaría el -1%, a un resultado mejor en el caso de que las perturbaciones de 2022 se resolvieran más rápidamente.

#### El BCE no concentra y adelanta las subidas de tipos, pero se descartan bajadas

«Estarían justificadas alzas adicionales de tipos, pero se han logrado avances significativos». Esto apuntaría a una moderación en las próximas subidas de tipos, siendo así que las actuales medidas de ajuste monetario no dejarán sentir plenamente sus efectos hasta dentro de 12-18 meses. Damos por hecha la subida de 50 pb de diciembre, sin descartar un aumento mayor, seguida de otros 50-75 pb en el 1Q2023. Los tipos podrían mantenerse sin cambios el resto de 2023, lo que conduciría a un tipo de depósito *terminal* que rondaría el 2,75% (levemente por debajo de las expectativas del mercado, cercanas al 3%) y podría dejar el tipo de refinanciación *terminal* en el 3%-3,25%. El ajuste cuantitativo se implementaría a partir del primer trimestre de 2023 mediante la eliminación gradual de las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP). La reducción del balance del BCE provendrá sobre todo del reembolso anticipado de operaciones de financiación condicionadas a la concesión de crédito (TLTROs) y no debería afectar sustancialmente a las condiciones de financiación.

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

**Deuda pública.** El peor momento en la fase de liquidación de valores suele producirse en los seis meses previos a la última subida (que situamos hacia finales del Q1 o en 2Q 2023). Con un tipo *terminal* del Depo Rate en 2,5-2,75% (Refi rate por encima del 3%), y en donde podríamos considerar un rendimiento del bono alemán a 10 años en torno al 2,5%. El ajuste cuantitativo no debería tener un papel importante en el aumento de las TIRs, como en 2018-2019, cuando el crecimiento y la inflación se moderaron. En cuanto a los bonos de países periféricos, únicamente reduciríamos la prima de riesgo italiana a 200 pb (desde 240 pb) ante la prudencia exhibida por Meloni en su primer enfoque fiscal.

**Deuda corporativa.** Teniendo en cuenta la recesión y que descartaríamos subidas adicionales de tipos por el BCE más allá de la primavera de 2023, los diferenciales podrían estrecharse pero ya de cara al 2H2023. Los niveles de valoración en Europa son atractivos (los rendimientos de la deuda sénior con categoría IG superan el 4%), y la oferta neta de valores europeos con categoría IG será en 2023 inferior a la de 2022. El PEPP será la primera línea de defensa frente a ampliaciones de diferenciales injustificadas. Así y todo, la recomendación continúa siendo mantener un sesgo defensivo, favorecer la deuda IG sobre la HY, y tomar posiciones con decisión con diferenciales superiores a 100 pb en el segmento de deuda IG y a 500 pb en HY. Los mayores rendimientos han mejorado el atractivo de los bonos de mayor calidad, mientras que las perspectivas de recesión pesan más sobre el segmento de deuda que entraña más riesgo. No somos agresivos en duración (preferiblemente, vencimientos a 3-5 años) y, mientras persistan los riesgos, infraponderaremos empresas en sectores cíclicos.

**Mercado de renta variable.** Pese a la presión de los costes energéticos y de endeudamiento, las empresas han mostrado notable resiliencia, manteniéndose estables los márgenes. La caída de los precios y el mayor BPA han provocado la contracción de los múltiplos de valoración, lo que ha dejado a los índices europeos con valoraciones más cómodas que las de sus homólogos estadounidenses. En 2023 afrontaremos, además de mayores costes (a los de la energía hay que sumar ahora mayores costes de financiación y salariales) que presionarán los márgenes, una corrección económica (que afectará al crecimiento de las ventas). Siendo así, nos parece conveniente mantener una posición de prudencia, dando mayor peso a negocios defensivos con capacidad de repercutir costes.

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

Renta variable (Stox Europe): NEUTRAL

Renta variable (Euro Stox): NEUTRAL

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL -SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,5%; comprar a 3%)

- Países periféricos: SOBREPONDERAR (IT 4,25%; ES 3,25%; PT 3,25%; GR 4,75%; IR 2,75%)

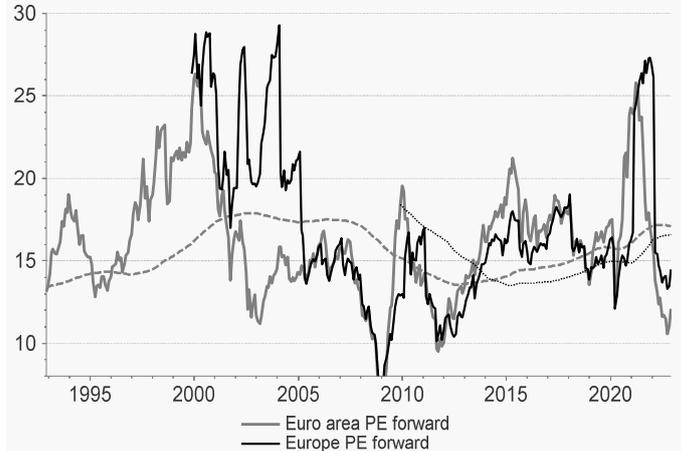
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 100 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (dif. objetivo: 500 pb)

Tipo de cambio central (EUR/USD): objetivo 0,975 (a 0,95 cubrir el 75% de exposición al dólar; a 1,00 cubrir el 25%)

**Euro area & EU price-to-earnings**

Ratio - Forward



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**STOXX 600 - EPS**

1Y % Change



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

**Euro STOXX banks Index**



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# CHINA

## El gobierno se dispondría a eliminar de la legislación el compromiso con la reforma económica

### Reformas

Según Nikkei Asia, China se dispone a suprimir, al redactar las nuevas medidas legislativas, las referencias a la reforma y apertura de la economía. La nueva redacción reemplazaría el término «reforma» con una referencia a la ideología que caracteriza al presidente Xi Jinping, en una medida que relegaría en la agenda las políticas favorables al mercado. Se suprime la referencia a adherirse a la apertura y se enfatizan los conceptos de seguridad nacional y estabilidad social, propuestos como objetivos principales ya en el congreso del Partido Comunista. Durante este Xi hizo pocas referencias a la reforma y apertura de China y criticó el legado de Deng Xiaoping y Hu Jintao que llevó al país a unirse a la economía global en la década de 1980. Y aunque Xi ha enfatizado la importancia del estado de derecho, ha supervisado un endurecimiento del control del Partido Comunista sobre la Asamblea Popular Nacional. El comité permanente de la Asamblea Popular Nacional está presidido por Li Zhanshu, aliado de Xi. Los analistas de China consideran que los cambios propuestos podrían acabar estancando las reformas económicas.

### China entra en deflación, con datos monetarios muy decepcionantes

El índice de precios al productor (IPP), que no era negativo desde hacía dos años, se situó en el -1,3% interanual (mes anterior: +0,9%). Por su parte, el IPC general prosiguió en octubre su tendencia a la baja, situándose en +2,1% interanual (mes anterior: +2,8%). El PBOC registró en octubre nuevos préstamos por importe de 615.200 millones de CNY (consenso: 800.000 mill. de CNY; dato anterior: 2,47 billones de CNY), la cifra más baja de concesión de crédito desde diciembre de 2017, lo que reduciría el crecimiento del saldo vivo de los préstamos al 11,1% interanual (dato anterior: 11,2%). La debilidad en ambos casos fue generalizada en los sectores doméstico y corporativo. La decepción se agravó con la cifra de financiación social total, ya que el apoyo previo a través de la emisión de bonos de gobiernos locales con descuento se redujo al agotarse las cuotas, y la oferta monetaria medida por el agregado M2 creció más lentamente de lo esperado, al +11,8% interanual (consenso: 12,0%; dato anterior: +12,1%).

### El Comité Permanente del Politburó se reafirma en la política de covid cero

El Comité Permanente del Politburó chino reafirmó la política de covid cero en un momento en el que los «casos» alcanzan su máximo anual. El NHC informó el jueves 10 de 10.535 nuevos casos de covid a nivel nacional, la cifra más alta en más de un año, y casi un 20% más que el total del miércoles. El centro del brote sigue siendo Guangdong (con 3.007 nuevos casos) y la provincia de Henan (3.005 nuevos casos, con la fábrica de Foxconn en Zhengzhou aislada en un sistema cerrado). Mongolia Interior y Chongqing también registraron nuevos máximos. Y hubo 114 nuevos casos en la ciudad de Beijing, algunos fuera de las zonas de cuarentena designadas, con el populoso distrito de Chaoyang sujeto a confinamiento forzado. Si bien la situación pandémica aún se consideró grave, el Comité Permanente del Politburó se reunió para formular 20 medidas con miras a optimizar la respuesta. Se acordó de diez a ocho días la cuarentena a viajeros entrantes, apelando a la optimización e implementación científica de medidas de control y prevención. El NHC también anunció que cancelaba los interruptores automáticos relacionados con la Covid en los vuelos y que reducía a la mitad (de dos a uno) el número de resultados negativos en pruebas PCR requeridos dentro de las 48 horas del embarque. Dicho todo esto, el NHC subrayó que «la prioridad sigue siendo proteger la salud y salvar vidas» y reafirmó su política de covid cero. Aun así, la reunión enfatizó la gestión eficiente de la prevención y el control, y respaldó un enfoque específico que mantuviera las medidas de control mientras rectificaba medidas superfluas.

### ¿Crisis de deuda a la vista? La crisis inmobiliaria afectaría a 1,6 billones de USD en deuda de administraciones regionales

Según Bloomberg, la creciente crisis inmobiliaria en China está presionando sobre 1,6 billones de USD de bonos de China continental con administraciones regionales que intervinieron para rescatar a promotores inmobiliarios en dificultades. Los vehículos de financiación de esos gobiernos locales (LGFV) son ahora los principales compradores de propiedades sin terminar de aquellos incursos en impagos, hasta el punto de que las agencias de calificación crediticia consideran que esa intervención podría afectar a sus perfiles crediticios. China sufrió en octubre nuevas salidas de fondos por importe de 8.800 millones de USD al temer los inversores por la evolución de la situación geopolítica y las consecuencias de la política de covid cero. En renta fija se registraron salidas por importe de 1.200 millones de USD y, en renta variable, de 7.600 millones de USD, el mayor nivel desde marzo de 2022. En contraste, las entradas de fondos en otros mercados emergentes superaron los 18.000 millones de USD. Según FT, fueron por tanto los intermediarios de China continental quienes sostuvieron la reciente recuperación de las acciones chinas, mientras que los fondos extranjeros se mantuvieron al margen.

### Geopolítica

EE.UU. lleva bloqueada desde junio la importación de más de mil remesas de componentes relacionados con energía solar procedentes de Xinjiang por preocupaciones sobre el trabajo esclavo. Los fletes incautados incluyen paneles y celdas de polisilicio producidos principalmente por las firmas chinas Longi Green Energy, Trina Solar y JinkoSolar. Los paneles que fabrican estas tres empresas representan una tercera parte de los suministros de EE.UU. y, ahora, las empresas han detenido los fletes a EE.UU. El servicio de aduanas estadounidense manifestó a Reuters que no se ha dado entrada a ninguno de esos envíos. La Casa Blanca anunció que el presidente Biden se reuniría en Bali con el presidente Xi Jinping. Según un alto funcionario estadounidense, Biden sentará una base para evitar que las relaciones sigan deteriorándose y no habrá declaración conjunta. Biden abordaría asuntos relacionados con Taiwán, con la guerra de Rusia en Ucrania y con Corea del Norte, y EE.UU. informaría a Taiwán de los resultados.

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

Renta variable (Shanghái): INFRAPONDERAR  
Renta variable (Shenzhén): INFRAPONDERAR  
Deuda soberana: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años: 2,75%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

China - 10Y Government Bond Real Yield



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



## JAPÓN

### Kuroda reitera que la inflación pronto volverá a caer por debajo del objetivo. Japón liderará el crecimiento entre las economías del G-7

#### Kuroda reitera su postura sobre las políticas, con compras de bonos por encima de las emisiones del Ministerio de Finanzas

El gobernador del BoJ reiteró su política y señaló en particular que las incertidumbres sobre las perspectivas económicas, tanto internas como externas, no dejan de ir a más desde niveles ya extremos. Citó previsiones del FMI de que Japón liderará el crecimiento económico del G7 el próximo año, lo que se explicaría por el retraso en la recuperación de la pandemia y el apoyo de una política monetaria expansiva. La inflación seguiría rondando el 3% en este ejercicio fiscal, antes de reducirse al 1,5% a partir del ejercicio fiscal 2023. Kuroda declaró ante el Parlamento que «cualquier debate futuro sobre la salida de la política monetaria ultra laxa se centrará en el ritmo de aumento de los tipos de interés a corto plazo y en los ajustes en el balance del banco central». Aun así, descartó alzas del tipo de interés en el futuro inmediato y enfatizó que el BoJ seguiría apuntalando la frágil recuperación económica con una política monetaria flexible. Desde la oposición política se solicitó normalizar la política del BoJ. El Instituto de Investigación Económica y Social, un grupo de expertos afín al gobierno, analizará el 5 de diciembre el objetivo de inflación del 2% del BoJ, con los precios de las materias primas disparados y un yen débil como consecuencia de los tipos de interés ultra bajos, que están llevando la inflación al consumo por encima del objetivo. Las compras por el banco central de JGBs a 10 años superaron técnicamente el importe emitido por el Ministerio de Finanzas. Nikkei señaló que las nuevas subastas para la emisión 368 finalizarán el 1 de diciembre y que, de tener continuidad dicha dinámica, la cantidad de bonos en circulación podría reducirse drásticamente, lo que afectaría y no poco a los tipos de interés y al mercado de divisas.

#### Aspectos fiscales

El gabinete del gobierno aprobará un suplemento presupuestario para el año fiscal 2022 valorado en 29,1 billones de JPY (199.000 mill. de USD) en el marco de un paquete de estímulo económico de 71,6 billones de JPY diseñado para mitigar el efecto del aumento de precios sobre hogares y empresas. El Ministerio de Finanzas está considerando elevar los impuestos a los más adinerados.

#### Más análisis sobre la intervención de Japón en el mercado de divisas

Las reservas de divisas cayeron al cierre de octubre a casi 1,2 billones de USD desde los 1,24 billones del mes anterior, marcando su tercera disminución consecutiva (tras sufrir su mayor caída a raíz de la operación de intervención cambiaria de septiembre, que marcó un récord diario) y su nivel más bajo desde julio de 2011. El responsable de la política cambiaria, Masato Kanda, manifestó a la prensa que estaba muy atento a la evolución del tipo de cambio y que las autoridades adoptarían las medidas que fueran necesarias. Sus comentarios siguieron a datos del IPC de EE.UU. más débiles de lo esperado, que redujeron las expectativas de aumentos agresivos de los tipos de interés por la Fed y llevaron al dólar a ceder 4 yenes en 24 horas en su cruce con el yen.

#### La deuda pública se dispara y marca otro récord

Nikkei citó datos del Ministerio de Finanzas según los cuales el saldo vivo de la deuda pública marcó en septiembre un récord al ascender a 994 billones de JPY (6,8 billones de USD), un incremento de 9,46 billones respecto a junio. Su crecimiento se tradujo en el mayor ratio de deuda sobre PIB entre las economías del G-7 (262,5%), lo que exacerba la sensibilidad a cualquier aumento del tipo de interés. El segundo suplemento presupuestario aprobado inflará aún más la deuda, que cerraría el ejercicio fiscal por encima del trillón de JPY.

#### Datos de coyuntura económica

El PIB del tercer trimestre se contrajo a una tasa anualizada del -1,2% trimestral (consenso: +1,1%; dato revisado del trimestre anterior: +4,6%); la caída trimestral del PIB, sin anualizar, fue del -0,3% (consenso: +0,3%; dato revisado del trimestre anterior: +1,1%). La producción industrial final se redujo en septiembre (-1,7%; dato preliminar: -1,6%; mes anterior: +3,4%). El índice de confianza de fabricantes de la encuesta Tankan de Reuters aumentó en noviembre (+2; mes anterior: +5). El índice de condiciones actuales de la encuesta Economy Watchers se situó en octubre en 49,9 (mes anterior: 48,4). El índice de perspectivas económicas se situó en 46,4 (mes anterior: 49,2). En cuanto al mercado laboral, la encuesta de Teikoku Databank reveló que el 50,1% de las empresas japonesas sufren escasez de empleados a tiempo completo, causada en último término por el envejecimiento de la población. A la escasez de mano de obra se suma la recuperación de la actividad económica, con la primera lectura por encima de 50 desde noviembre de 2019. Por otra parte, según la Agencia de Turismo de Japón, los turistas extranjeros que llegaron a Japón en octubre (288.909) multiplicaron por más de 15 los del mes anterior después de que el gobierno eliminara el 11 de octubre casi todas las restricciones de entrada relacionadas con el COVID-19.

#### Empresas: asociación público-privada para desarrollar chips avanzados, sin que cambien los planes de inversión en tecnología

Según Nikkei, varias empresas japonesas se asociarán con el gobierno para constituir Rapidus, que desarrollará y fabricará semiconductores de última generación, siendo el objetivo contar con procesos de fabricación hacia finales de esta década. Las empresas serían Toyota Motor, Denso, NTT, Sony, Kioxia, NEC y SoftBank.

La encuesta mensual a empresas de Reuters reveló que el 52% de las empresas japonesas planeaba centrar su gasto de capital en tecnología el próximo año y que la depreciación del yen apenas afectaría a sus planes de inversión. En enero de 2019 fueron el 42% de las empresas las que manifestaron que la tecnología sería un foco de inversión. El 90% esperaba que la inversión se mantuviera o bien aumentara el próximo año.

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

Renta variable (N225): NEUTRAL

Deuda soberana: NEUTRAL-INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,25%)

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 135)

Japan Nikkei 225 price / earnings



Japan benchmark government bonds



Japan real narrow EER





# INDIA

## El futuro del país continúa siendo brillante. No es solo la IED, si no también un previsible ciclo doméstico de inversión

### El trato directo con agentes locales nos permite entender bien el entorno macro

Es muy interesante comprobar cómo han cambiado las cosas en los últimos cinco años en este país, sobre todo al considerar la política industrial o la de energía solar. Esto es importante porque en Delhi, por ejemplo, lo que más preocupa a la gente no es una desaceleración económica, sino más problemas ambientales (en parte debido a los incendios en los valles que rodean Delhi). La situación actual en la India recuerda mucho a la situación en Beijing a principios de la década de 2000, cuando China estaba a punto de cambiar nuestras vidas. La gran diferencia es que, en ese momento, en Pekín no se sabía lo mal que estaba la situación en todos los sentidos (contaminación incluida), pero en India se publican datos diarios y, gracias a eso, pueden empezarse a gestionar los problemas antes y mejor de lo que se hizo en Beijing. La segunda inquietud de los ciudadanos es la política, ya que algunos temerían el retorno a la antigua autocracia. Lo cierto es que Modi no tiene hoy oposición política, lo que significa que cuenta con legitimidad para acelerar un proceso de reformas y apertura económica. Los políticos de la oposición han quedado muy debilitados en el Parlamento, sobre todo porque el principal partido de la oposición eligió como líder a un octogenario, dificultando la inyección de aire fresco en el partido y arrebatando el poder a Modi. En resumen, que el BJP de Modi es muy fuerte en casi todo el país. El propio presidente está en buenas condiciones para recibir un tercer mandato: sin ninguna oposición, Modi puede ganar fácilmente y proseguir políticas enfocadas al progreso económico que tanto le agrada, prácticamente sin obstáculos. Y creemos que el mercado lo acogería con mucho agrado.

### Las previsiones oficiales de crecimiento al alza no reflejarían toda la realidad

El gobierno sigue previendo una aceleración del crecimiento del 8%-8,5% en el ejercicio fiscal 2022-23, pero eso implicaría cierta distorsión por cuanto contiene en gran parte efectos de base y cierta recuperación tras los confinamientos y cierres de la economía impuestos en respuesta a la pandemia. Vale la pena recordar que la economía india llevaba ocho trimestres consecutivos desacelerándose antes de la pandemia, en una especie de desaceleración estructural, y que los cierres fueron tan severos que desencadenaron un impulso económico antes inexistente; lo que significa que, pareciendo bueno el repunte de la actividad, no cuenta toda la historia. Si se examina el crecimiento del último trimestre, la economía india no creció en absoluto. En suma, nos inclinamos a pensar que el crecimiento del PIB rondará este año fiscal el 7% (quizás un poco más) para moderarse luego al 6,5% en los ejercicios 2024 y 2025. Estas cifras son, con todo, mucho mejores que las de cualquier otra gran economía. La previsión de inflación es del 6,8% para este año, descendiendo en los siguientes al 5,2% y 4,75%.

### Las reformas adoptadas en el primer mandato de Modi empiezan a dar fruto

Si bien nuestra opinión se está tornando algo más matizada, en general aún tenemos una visión optimista de esta economía. Muchos expresan decepción por la forma en que tantos gobiernos realizan promesas y luego son incapaces de emprender reformas importantes pendientes. Por ejemplo, siguen preocupando la reforma agraria o las leyes agrarias. También preocupa lo difícil que resulta abrir grandes fábricas debido a las complejas leyes laborales. Con todo, hay que reconocer que en los últimos tres años se han producido cambios importantes para bien. Siempre es difícil empezar y lleva mucho tiempo superar prácticas obsoletas, ineficientes o antieconómicas, pero algunas de las reformas adoptadas en el primer mandato de Modi han comenzado a afianzarse y a mostrar sus efectos positivos. Destacaríamos la reforma del Impuesto sobre Bienes y Servicios (GST), que logró acabar con la disparidad de criterios entre distintos estados que causaba una perpetua ralentización del tráfico comercial. El GST fue el embrión de un auténtico mercado único común. Hoy es mucho más fácil mover mercancías sin tener que sufrir los diferentes impuestos estatales, que ralentizaban seriamente todo el circuito. La paradoja es que gracias a esta racionalización, los ingresos del gobierno por GST han aumentado notablemente mes a mes, alcanzando niveles récord, y eso nos hace optimistas por dos razones: muestra que las reformas iban en la dirección correcta y que sus efectos aún no se han desplegado por completo.

Otro avance reseñable es la reforma para la inclusión financiera (dirigida a los pobres) y en particular el programa de digitalización financiera, que ha frenado la corrupción en todo el sistema de subsidios. El proceso de modernización y digitalización avanza más rápido y con más naturalidad de lo que cabría haber esperado cuando comenzó en 2018. Hoy se realizan pagos y transferencias con dispositivos móviles en gran parte del país, tanto vendedores como proveedores de servicios esperan recibir pagos móviles y por lo general ya no quieren efectivo. Esto ha permitido avanzar en la reducción de la economía sumergida, que perjudicaba la recaudación fiscal, y facilitado la creación de pequeñas empresas. Fueron reformas importantes que ahora están dando sus frutos, permitiéndonos seguir siendo optimistas sobre la economía india y su mercado.

### India saca provecho del revés de China por su política de covid cero y problemas de transferencia tecnológica por las sanciones

India es muy consciente de que los graves problemas que afronta China representan una gran oportunidad para el país, lo que facilita que la sociedad india se disponga a explotar todo ese potencial. Todos ven que las principales fábricas de móviles chinas permanecen cerradas largos periodos de tiempo (caso de Foxconn) y que está deslocalizándose actividad a Vietnam o India. Apple podría trasladar más producción a India, donde ya realiza un trabajo importante.

La IED parece estar creciendo vigorosamente y seguirá haciéndolo mientras no haya cambios en el entorno geopolítico actual. También existe una oportunidad de recibir flujos financieros, no sólo porque la economía china esté deteriorándose, sino por el temor al creciente aislamiento de Beijing como consecuencia de tensiones geopolíticas que tienen visos de ir a más dada la deriva política que ha tomado el país tras el último congreso de su Partido Comunista.

### La IED, y también el ciclo de inversión interna, auguran un vigoroso auge

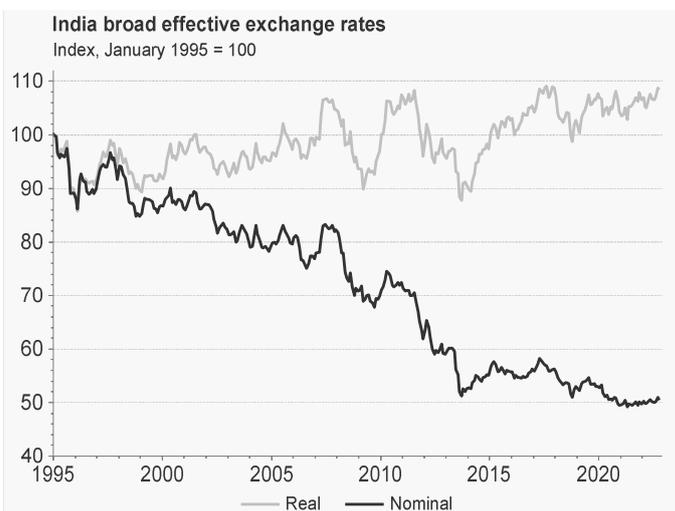
Luego está la cuestión del ciclo nacional de inversión privada, que lleva parado gran parte de los últimos años y que esperamos se recupere, aunque aún no lo ha hecho. Cuando arranque veremos un salto cuántico en la calidad e intensidad del crecimiento. Aún es pronto para decir algo, pero van surgiendo señales que augurarían una reactivación de la inversión interna. Los bancos, que han estado resolviendo problemas de deudas incobrables, parecen ahora en mejor forma gracias en parte al nuevo código de quiebra e insolvencia. Los balances de los bancos se han saneado y están en condiciones de financiar un nuevo ciclo de inversión. El crédito ya se está acelerando a una tasa del 16% interanual, lo que se está reflejando en excelentes resultados para algunos bancos (como State Bank). Lo cierto es que hay más crédito porque también hay más demanda de crédito, y sería muy alentador que en parte procediera del sector industrial. La utilización de la capacidad productiva en la industria ronda el 70%-75%, un nivel al que las empresas empiezan a considerar seriamente realizar inversiones en capital fijo. Recientemente se publicó una encuesta empresarial importante con cifras muy prometedoras, ya que la mayoría de sectores planeaban crecer en los próximos 9 meses. Mantenemos la perspectiva positiva sobre esta economía y este mercado para los próximos 2-3 años.

### India frente al cambio climático

Modi ha hecho grandes promesas sobre el cambio climático y, como en otros países, cumplir los objetivos marcados parece difícil. Lo que sí parece seguro es que alcanzará el objetivo para 2030 del 50% de electricidad generada a partir de fuentes renovables. India va camino de alcanzar los 500 gigavatios de fuentes verdes, y dos terceras partes de esa capacidad provendrá de energía solar. Lograr este hito (la India es uno de los países con mayor capacidad solar del mundo, con enormes desiertos solares en el área de Rajasthan y Gujarat) cambiaría las reglas del juego. La pregunta de si tendrá éxito debería responderse afirmativamente. Por las metas climáticas asumidas, por los problemas ambientales en grandes ciudades que requieren una solución inmediata, y además por razones de seguridad. India importa grandes cantidades de energía (alrededor del 4-5% de su PIB), lo que expone al país ante una perturbación energética global. Eso explica el impulso general del país por lograr la autosuficiencia energética, que empuja a la consecución de ambiciosas metas. En resumen, podríamos decir que la India da dos pasos adelante y uno atrás, en lugar de uno adelante y dos atrás.

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

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 7,25%)  
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR  
 Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# VIETNAM

## La falta temporal de liquidez lastra el mercado, pero ninguna economía crece al 13% como hace Vietnam

### Evaluación de la situación

Recientemente una sucesión de ventas generalizadas provocó caídas bursátiles y la retirada de inversores del mercado de valores de Vietnam. Son además numerosos los inversores vietnamitas que mantienen grandes cantidades de efectivo, lo que drena liquidez del mercado de valores y hace que los movimientos del índice sean relativamente más intensos que en mercados líquidos. Los elevados tipos de depósito acentuaron la situación al alentar a los inversores a ahorrar. Las estadísticas indican que a finales de septiembre de 2022 los depósitos de inversores rondaban los 72.500 millones de VND, 2.400 millones de VND más que al final del segundo trimestre de 2022. Se trata de una cantidad de dinero muy elevada en relación con el tamaño actual del mercado. Los efectos de retirar tal cantidad de efectivo del mercado de valores se aprecian en el volumen de negociación actual del índice VN, cuya media es de 12.000 millones de acciones al mes, aproximadamente un 30% menos que en la segunda mitad de 2021. El hecho de que los inversores nacionales decidieran en gran medida mantenerse en liquidez muestra que su postura sigue siendo de prudencia y que aguardan a señales más claras de que se ha formado un suelo antes de decidirse a retornar al mercado.

### El PIB crece a un asombroso 13% y el mercado entraña potencial de revalorización

La economía de Vietnam creció en el tercer trimestre de 2022 un 13,67% interanual en términos reales. A tan elevado crecimiento (el primer crecimiento trimestral superior al 10% desde 2009) contribuyeron, según la Oficina General de Estadísticas de Vietnam, una fuerte recuperación del comercio exterior y en el gasto de consumo personal. Más importante aún, se produjo después de haber crecido casi un 8% interanual en el segundo trimestre. Es oportuno señalar que el comercio exterior bruto vietnamita se ha disparado hasta representar casi el 200% del PIB, cuando hace una década era el 120% del PIB, y que su balanza comercial con EE.UU. está creciendo a un asombroso ritmo del 45% anual, con una cifra mensual de 11.000 millones de USD. Parece, pues, indiscutible que la economía va como una locomotora, y también que seguirá así con un crecimiento medio del PIB del 7-8% anual en los próximos años (superior incluso al de India), habiéndole asignado las agencias calificadoras de riesgo internacionales una perspectiva positiva a medio plazo. Conforme a esa perspectiva, el mercado mejoraría en los próximos años, ya que se prevé que la Reserva Federal de EE.UU. reducirá la frecuencia de las subidas de tipos de interés en 2023, una medida que aliviaría la presión sobre el Banco Estatal de Vietnam para drenar más dinero de la economía. Eso apunta a una posible recuperación de los flujos de efectivo. Las perspectivas del mercado bursátil vietnamita también son positivas a largo plazo, siendo así que el índice VN está infravalorado en comparación con otros mercados del sudeste asiático. Los beneficios antes de impuestos de las 200 mayores empresas del mercado aumentaron en los nueve primeros meses un 22% interanual, previéndose que los resultados de la mayoría de las empresas cotizadas en bolsa crecerán un 20% el próximo año. El mercado se ha visto atrapado en un círculo vicioso de caída de la liquidez y pánico vendedor pero, a pesar de los factores desfavorables, los inversores a largo plazo deben considerar que ahora es el momento de mantener acciones.

### Perspectivas a corto plazo: la inestabilidad podría continuar por la escasa liquidez

El índice VN cotiza a un PER 1tm cercano a 9,6 veces, similar al mínimo del final del 1Q 2020 durante la pandemia de Covid-19. La intensa caída del mercado refleja el temor a factores externos como las subidas de tipos de la Fed y el riesgo de una recesión económica mundial, factores que podrían afectar al mercado interno provocando inestabilidad en el mercado de deuda corporativa. Es indudable que el ánimo de los inversores nacionales continúa fuertemente influenciado en el corto plazo por las noticias externas (principalmente la Fed y la guerra), y que los flujos de efectivo solo volverán con fuerza si estos factores amainan. Pero, dado que no esperamos nuevos desarrollos en dichos frentes, la inestabilidad podría perdurar en este mercado. Atendiendo a datos históricos, en periodos de altos tipos de interés como el actual, a muchos inversores les preocupa que el PER pueda caer a 8 veces antes de tocar fondo, lo que implicaría perder un 10%-15% desde los niveles actuales. Sin embargo, en el contexto de un crecimiento macroeconómico a largo plazo garantizado en Vietnam, pensamos que las oportunidades de inversión a largo plazo se presentan con bastante claridad. Reiteramos que será difícil que el índice se dispare al alza en el corto plazo, ya que se prevé que las entradas de capitales en las próximas semanas seguirán siendo bajas. La razón estriba en que en estos momentos el valor total de los bonos corporativos con vencimiento en 2023 asciende a 230.000 millones VND, y los vencimientos se concentran principalmente en la 2H2023. No solo el mercado de valores, sino también la economía en general se enfrentarán inevitablemente una fuerte retirada de liquidez de la economía, ya que las empresas tienen que atesorar dinero para satisfacer sus obligaciones de reembolso de la deuda.

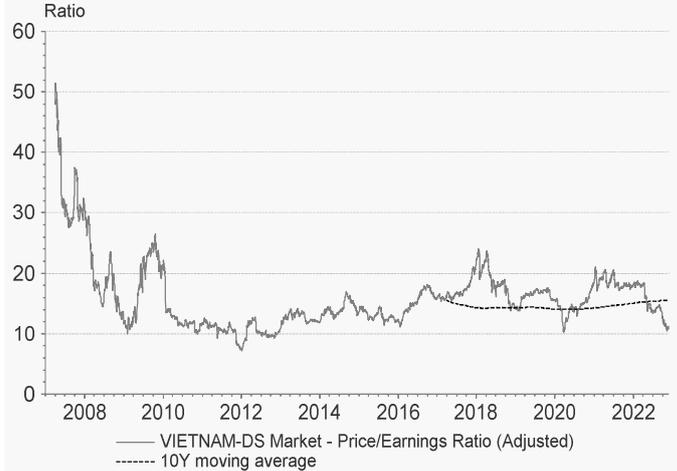
### Entre los países más solventes del mundo por su firme posición fiscal y monetaria

La inflación es baja, del 4%, porque el crecimiento de la oferta monetaria es bastante bajo en comparación con el del crédito interno (debido a la regulación proactiva del Banco Estatal de Vietnam) y porque el gobierno está aplicando una política fiscal ortodoxa para contener los desequilibrios y el crecimiento de los precios: en los presupuestos del Estado aumentaron los ingresos, adelantándose al cronograma estimado, mientras que los gastos se mantuvieron controlados e inferiores a lo planificado, lo que condujo a un voluminoso superávit en el saldo presupuestario en el tercer trimestre, que en agosto alcanzó los 247.601 millones de VND. Si sumamos a eso que la deuda pública está por debajo del 40% del PIB, el país es un campeón en solvencia. Esto implica una moneda más fuerte, precios de la deuda estables y costes de financiación empresarial también estables. En suma, un mercado que debería ser menos vulnerable a perturbaciones externas.

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

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

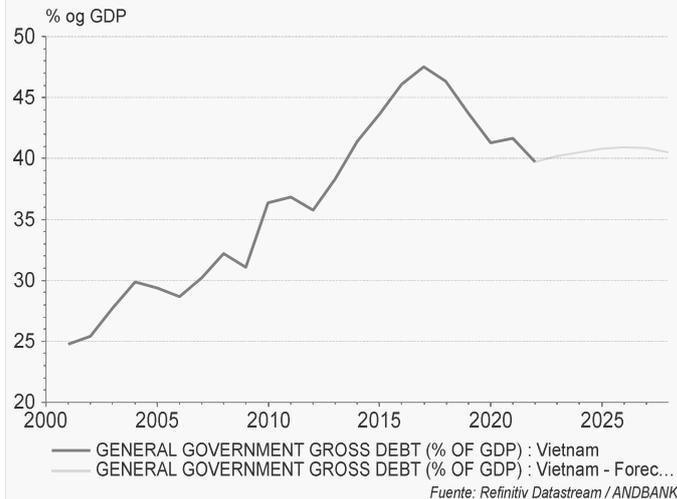
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Vietnam CPI



Vietnam - General Government Gross Debt





# ISRAEL

## Las implicaciones de tener por fin un nuevo Gobierno

### Política

Benjamin Netanyahu, ex primer ministro de Israel (entre 1996 y 1999 y de 2009 a 2021), recibió oficialmente el encargo de formar nuevo Gobierno tras lograr el respaldo de los líderes de los partidos que representan a más de la mitad de los 120 diputados del Parlamento israelí. Ahora tendrá 28 días para formar un gobierno de coalición, con la posibilidad de una prórroga de dos semanas. Su decisiva victoria en las recientes elecciones elimina una incertidumbre política que llevaba cuatro años lastrando al país. La coalición previsiblemente tendrá una clara tendencia política (a la derecha), estando aún por ver hacia dónde se inclinará en lo económico.

La experiencia demuestra que Netanyahu tiene una visión económica liberal. No obstante, en los últimos años las políticas económicas diseñadas por sus Gobiernos no han exhibido rasgos claros en un sentido u otro, y posiblemente solo después de que se nombre al nuevo ministro de Economía podrá valorarse cuáles serán sus políticas. Con todo, no prevemos un cambio significativo en la forma de gestionar la política presupuestaria y suponemos que Netanyahu se encargará de mantener la sólida posición presupuestaria de la economía israelí.

### Inflación y política monetaria

El índice de precios del mes de octubre subió un 0,6% mensual, ligeramente por encima de las expectativas del 0,5%, constituyendo la primera aceleración desde julio. Vestimenta y frutas y verduras fueron los dos principales componentes que impulsaron el dato del mes pasado (+4% y +3%, respectivamente). La tasa de inflación anual se sitúa actualmente en el 5,1% (desde el 4,6% interanual de septiembre). Sin embargo, en sintonía con la tendencia mundial, la previsión de inflación para los próximos 12 meses ronda el 2,8%, dentro del objetivo oficial del Banco de Israel (1%-3%).

Empiezan a aparecer claros indicios de enfriamiento en un mercado inmobiliario recalentado, tras una caída en octubre cercana al 30% en las operaciones de compraventa. Además, la construcción de vivienda aumentó significativamente en 2022, lo que debería incrementar el parque de vivienda en los próximos años y facilitar la moderación de los precios de la vivienda. Por otro lado, los elevados tipos de interés afectan a los posibles compradores, lo que genera un entorno perfecto para una caída de los precios de la vivienda el año que viene, tras la subida registrada en los últimos años.

Pese a la esperada moderación de la inflación, el Banco de Israel no tiene visos de cambiar su senda de endurecimiento monetario, por lo que los tipos de interés seguirían subiendo desde el actual 2,75% hasta el 3,75% en 2023, como ya anticipa el mercado.

### Actividad económica

En cuanto a la actividad económica, el PIB registró un crecimiento anualizado del 2,1% en el tercer trimestre de 2022, por encima de las expectativas de los analistas, y no dio muestras de desaceleración. En términos interanuales, la economía israelí creció un 5,8%, siendo elevada la probabilidad de que supere la previsión del Banco de Israel de un crecimiento del 6% en 2022. La sólida evolución de la economía también respalda la decisión de la institución monetaria de mantener su política restrictiva.

### Renta fija y mercados bursátiles

La pendiente de la curva de tipos-plazos se ha acentuado respecto a las últimas semanas, pero dada la modesta prima por plazo pensamos que no existe margen para ampliar la duración. Apreciamos además oportunidades de inversión muy atractivas en deuda corporativa. El índice Tel Bond-Shekel, compuesto por bonos de alta calificación, ofrece un rendimiento del 4,3% para el vencimiento a tres años, lo que implica un diferencial de 1,2 p.p. respecto a la deuda pública. Consideramos ese nivel un punto de entrada muy interesante, favorable desde consideraciones de rentabilidad-riesgo.

Los índices bursátiles de Tel Aviv siguieron mostrando solidez y ganaron en el último mes más de un 3%, lo que eleva la rentabilidad desde principios de año al 4% para el índice Tel Aviv 125. Sin embargo, es la primera vez que expresamos cierto pesimismo ante el mercado bursátil. Los últimos informes financieros de diversas entidades que facilitan crédito mostraron un aumento de las provisiones para préstamos de dudoso cobro al estimar que la desaceleración prevista afectará a los consumidores. Al mismo tiempo, algunas firmas inmobiliarias que representan una parte importante del índice bursátil informaron de un ligero descenso de la demanda, que estimamos continuará en próximos trimestres. Cabe señalar que, no obstante el aumento de los tipos de interés, no se aprecian aún rebajas en las valoraciones de los inmuebles.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR

Deuda corporativa: NEUTRAL

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

Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## Consecuencias de que Lula se alzase con la presidencia

### Resultados muy ajustados, tal como se esperaba

Tras un periodo electoral intenso con una marcada polarización, Brasil celebró el 30 de octubre la segunda vuelta de las elecciones para presidente y gobernadores. Lula da Silva fue elegido presidente, al frente de un gobierno de coalición multipartidista, con el 50,9% de los votos, mientras que el presidente en el cargo Jair Bolsonaro terminó con el 49,1%. La diferencia fue de poco más de dos millones de votos. De este modo Lula será presidente por tercera vez. Bolsonaro ganó en las regiones sur, sudeste, medio oeste y norte, mientras que Lula ganó en la región nordeste. Para los gobernadores, la segunda vuelta de las elecciones de 2022 resolvió la disputa por el Gobierno en los 12 estados restantes. Destacamos la victoria de Tarcisio de Freitas, ex ministro de Infraestructura del Gobierno de Bolsonaro, en São Paulo, el principal estado de Brasil, derrotando a Fernando Haddad, una de las figuras más cercanas a Lula da Silva. Para el Congreso, en el Senado, los candidatos vinculados al presidente Bolsonaro se llevaron el 80% de los escaños en disputa, mientras que, en la Cámara, el actual Gobierno se hizo con el 65% de los escaños.

Tras la confirmación de los resultados por el TSE, el Presidente electo reafirmó en su primer discurso su compromiso con el estado de bienestar, las inversiones y la economía, y prometió crear un Gobierno de unión entre todos los estados y partidos y reforzar el país, destacando que gobernará para todos. Además prometió impulsar programas de vivienda y educación y mencionó entre sus principales prioridades ayudar a la población vulnerable. Fue un discurso conciliador que, junto con las declaraciones de algunos de los gobernadores elegidos, pretendía aportar algo de calma a un país muy dividido.

### Gabinete de transición

La mayor preocupación sobre los resultados de las elecciones era que Bolsonaro insistiera en impugnar el sistema de votación electrónica, alegara fraude y no reconociera la victoria de Lula. Sin embargo, el informe de 61 páginas publicado a mediados de noviembre por investigadores militares encargados por Bolsonaro para realizar pruebas independientes de las máquinas no encontró ninguna discrepancia en los resultados de las dos vueltas de la elección, lo que dejó a Bolsonaro sin base sólida para alegar fraude. Pese a ello Bolsonaro no reconoció formalmente el resultado del TSE, si bien ha autorizado el inicio de la transición.

Desde las elecciones se han ido conociendo los nombres del gabinete de transición y, como Lula afirmó durante la campaña, esos nombres no son solo de su propio partido (PT, el Partido de los Trabajadores), sino de un amplio espectro político. Se trata de personas sumamente relevantes y muchas de ellas asumirán cargos oficiales tras la toma de posesión. De especial interés para los inversores: el equipo de transición responsable de la economía está formado por dos economistas del PT (Nelson Barbosa y Guilherme Mello) y dos economistas que ayudaron a diseñar el Plan Real (André Lara Resende y Pêrsio Arida), el plan económico que puso freno a la hiperinflación en Brasil en la década de 1990. Tres de esos nombres tienen muchas posibilidades de convertirse en ministro de Economía en enero. En cuanto a los anuncios oficiales, aunque el mercado está muy nervioso y ha difundido muchos nombres para los principales cargos, nuestra expectativa es que solo se anunciarán cerca de la toma de posesión el 1 de enero.

### Consecuencias para las inversiones

De momento nada hace pensar que los inversores tengan motivos para ponerse nerviosos por lo que pueda venir en los próximos años. Con un Congreso dividido, la nueva administración no tendrá apoyos para realizar cambios importantes en el marco económico. El nuevo Gobierno no cambiará el hecho de que Brasil sigue siendo un actor importante en el mercado mundial de materias primas y que las instituciones brasileñas han demostrado una gran resiliencia a pesar de los vaivenes políticos de los últimos diez años.

Creemos que los datos económicos de Brasil deberían seguir siendo positivos y atraer el capital extranjero, ya que el país representa una buena oportunidad en el actual escenario mundial. La inflación está disminuyendo (se espera que acabe este año por debajo del 7%) y se prevé que el PIB crecerá en torno al 3% este año.

Seguimos identificando oportunidades en renta fija, a la espera del ciclo de recortes de tipos de interés, y en renta variable, con buenos pronósticos para sectores específicos como la vivienda social, comercio minorista y educación, cuyos valores siguen cotizando a niveles de valoración históricamente bajos y deberían beneficiarse de un Gobierno con una mayor orientación social.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 13,5%; dif.: 950 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 7,25%; dif.: 325 pb)

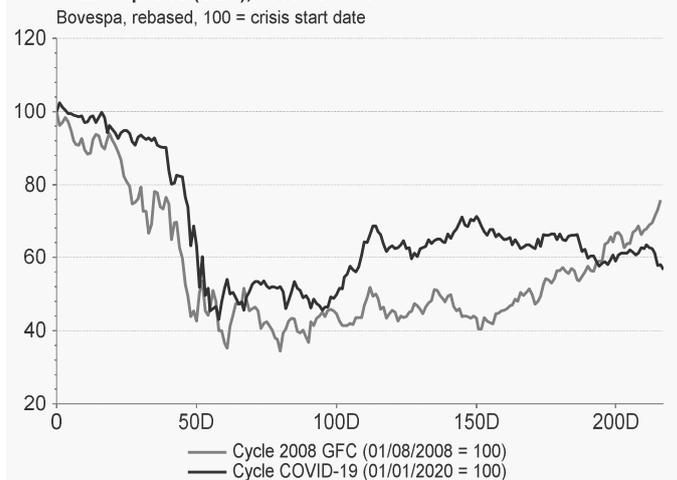
Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,25)

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



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

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



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

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



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## Atentos a la posibilidad de que Banxico se desacople de la Fed

### Banco central

Tal como se esperaba, y tras la última decisión de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), el Banco de México (Banxico) subió su tipo de política monetaria 75 pb, llevándolo al 10%. Su Junta de Gobierno mantuvo un sesgo restrictivo, dependiente de los datos económicos. No solo de la inflación, que ha moderado levemente la tendencia al alza, sino sobre todo de las medidas de política monetaria de la Fed. En su último informe trimestral sobre la inflación, la institución monetaria destacó que el tipo real apenas superaba la zona neutral y que aún había margen para un mayor endurecimiento monetario. Asimismo resaltó que las perspectivas a largo plazo se han desanclado, elevándose en los dos últimos meses, por lo que el cambio de tendencia en las estimaciones respondería al reciente cambio de opinión de la Fed sobre los tipos.

Los participantes del mercado (a juzgar por los *swaps* mexicanos) esperan ahora una subida de 50 pb en diciembre, en línea con la Fed, pero también una única subida adicional en 2023 para pausar su política durante medio año, a la espera de un marcado descenso de la inflación que permita iniciar un ciclo de recorte de tipos en la segunda mitad del año, desvinculándose así de la Fed, que previsiblemente estrenará su flexibilización monetaria a finales de 2023 o principios de 2024. Paul Krugman ha advertido de que una medida de este tipo conllevaría un riesgo innecesario con escasa recompensa.

### Inflación y actividad

La inflación general aumentó en octubre el 8,41% interanual, su primera desaceleración desde octubre de 2020 (8,7% interanual en septiembre), superada por la inflación subyacente (8,42% interanual), que sigue presionando. Las perspectivas a largo plazo (entre 5 y 8 años), según las estimaciones del banco central, pasaron hace unos meses del 3,50% (nivel en el que habían permanecido ancladas varios años) al 3,70%, pero tras las recientes alzas del tipo de referencia de Banxico se han mantenido en ese nivel. Las previsiones para 2022 han aumentado, tanto las del banco central como las de los analistas privados, hasta niveles superiores al 8% interanual, con lo que comenzarían a converger con el objetivo a largo plazo (3% interanual) en el segundo semestre de 2023.

Las perspectivas de crecimiento para este año han mejorado recientemente, pero, al mismo tiempo, los analistas están rebajando sus previsiones para el próximo. Según una encuesta de Bloomberg (25 economistas), los analistas esperan ahora que la economía mexicana crezca un 2,5% en 2022 (anteriormente, un 2,0%) y un 1% en 2023 (anteriormente, un 1,2%).

### Política y calificación crediticia

La postura del Gobierno federal de presentar un proyecto de ley para reformar la autoridad electoral con miras a reducir su financiación, ya definido en los presupuestos de 2023, ha generado movilización social por el temor a que, al reducir la autonomía de la institución, que ha servido de árbitro en las elecciones federales, los próximos comicios se vean desacreditados. Otro acontecimiento importante al que hay que prestar atención es la revisión de las disconformidades en materia comercial en el T-MEC con Canadá y EE.UU., que se resolverán en diciembre, donde no se descartan sanciones para México por prácticas anticompetitivas.

Asimismo, la agencia de calificación crediticia Fitch confirmó la calificación a largo plazo de México en BBB-, con perspectiva estable. Según la agencia, «la calificación se ve limitada por los débiles indicadores de gobernanza, la anémica evolución del crecimiento a largo plazo, la intervención de micropolíticas que afectan a las perspectivas de inversión y los posibles pasivos contingentes de Pemex».

### Mercados financieros

**Renta variable.** Los resultados corporativos se ajustaron a las expectativas, con sorpresas en los sectores financiero y de bienes de consumo básico. Las atractivas valoraciones continúan siendo el principal catalizador de alzas en el índice bursátil en un futuro próximo. México cotiza con un CAPE (ratio precio/beneficios ajustado por el ciclo) de 18 veces, lo que es coherente con una rentabilidad del 11,4%. Creemos que los principales riesgos son la inflación, las subidas de tipos debido a una política restrictiva y la incertidumbre que entrañan los conflictos comerciales con Canadá y EE.UU.

**Renta fija y tipos de cambio.** El diferencial entre los bonos en pesos y los bonos del Tesoro (a 10 años) se ha mantenido en un rango de 560-590 pb, situándose actualmente en la mitad de esa horquilla, en 575 pb. Consideramos que la curva podría seguir acelerando su reversión en el caso de que EE.UU. entrase en recesión. Ante estos niveles, no aumentamos la duración.

El peso ha sido el mayor beneficiario entre las principales monedas de mercados emergentes este año, manteniéndose entre 19,5 y 20,5, y en el tramo inferior del rango en estas últimas semanas. Esperamos que la moneda permanezca en este rango de aquí a finales de año.

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

Renta variable (IPC México): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

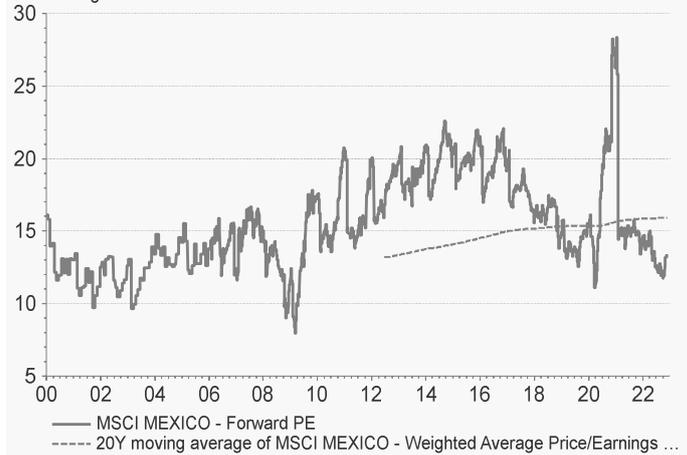
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 10%; dif.: 600 pb)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (rend. obj.: 5,90%; dif.: 190 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21)

Mexico MSCI Index price-to-earning

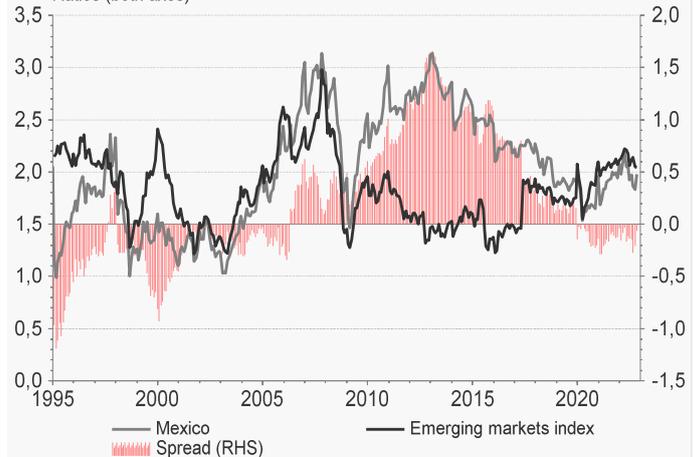
Trailing & Forward PE



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

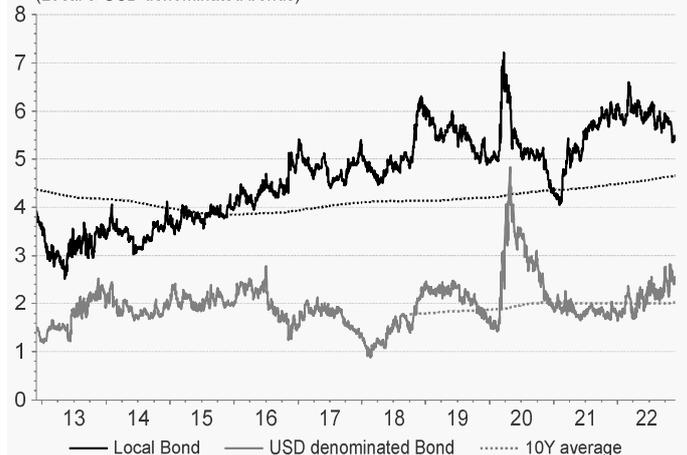
Ratios (both axes)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: Refinitiv Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## La historia se repite. ¿Cristina Fernández contra Mauricio Macri en 2023?

### Política: principal catalizador para el próximo año

La vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner (CFK) hizo su primera aparición pública tras el atentado sufrido hace poco más de dos meses. En la parte más relevante de su discurso, CFK afirmó que hará lo que sea necesario para que el pueblo argentino recupere la esperanza y la alegría que tenía en 2015 (último año de su segundo mandato). El tono del discurso sonó casi como un prelanzamiento de su candidatura a la presidencia en 2023, una idea que ha ido ganando adeptos en buena parte de la coalición gobernante, a pesar del deseo expresado por el presidente Alberto Fernández de presentarse a la reelección, una idea con muy poco apoyo dentro de la coalición.

En la principal coalición de la oposición, Juntos por el Cambio, el panorama no es mucho más claro. Aunque Mauricio Macri no ha confirmado ni descartado su candidatura, el ex presidente está aumentando su presencia en los medios de comunicación y recientemente presentó un nuevo libro, titulado *Para qué*, donde repasa las políticas que Juntos por el Cambio debería implementar a partir de 2023 si llegase al Gobierno. La hipótesis de base en la actualidad sería una elección interna entre Macri y Horacio Rodríguez Larreta, actual gobernador de la ciudad de Buenos Aires. Rodríguez Larreta ha intentado posicionarse como una opción de centro con una postura más conciliadora. El problema para él es que no está claro si es el momento adecuado para este tipo de posicionamiento político. El candidato liberal Javier Milei ha ido subiendo en las encuestas al captar votantes desilusionados con la actual administración, pero también con el Gobierno de Mauricio Macri. La envergadura de su apoyo electoral es una incógnita, y los encuestadores le atribuyen una intención de voto de entre el 10% y 20%.

En cuanto a las elecciones internas nacionales, parece que el proyecto para su eliminación no se presentará en el Congreso y que se celebrarán en agosto de 2023 como está estipulado en el calendario electoral. Las encuestas indican que, de celebrarse hoy, se dirimirían en segunda vuelta entre las dos principales coaliciones, y el escenario más probable sería una victoria de Juntos por el Cambio. Pero en diez meses en Argentina pueden pasar muchas cosas.

### Dos retos económicos por delante: la deuda en ARS y el clima

Desde que Massa asumió el cargo de ministro de Economía las expectativas se han moderado, pero el problema del aumento de la deuda en pesos sigue latente, con unos vencimientos cada vez más concentrados en el corto plazo. En una operación de canje para cambiar los bonos con vencimiento en noviembre y diciembre de este año por otros con vencimientos en junio, julio y septiembre del año que viene, solo se ofreció el 61,4% de los bonos, y el 60% de los bonos que vencen en estos dos meses estaban en manos del Estado. Según estimaciones de analistas privados, el próximo año habrá que afrontar vencimientos por valor del 12,3% del PIB, y casi el 90% de los títulos están vinculados a la inflación. Además, los vencimientos medios en las últimas subastas fueron los más cortos de los últimos dos años.

Por otro lado, el clima ha jugado en contra de Argentina este año. Como consecuencia de la actual sequía, la Cámara de Comercio de Rosario prevé un descenso de la producción del 49% en la campaña de trigo de 2022/2023; frente a la cosecha récord del año anterior, esta podría ser la peor de los últimos siete años. Si esta proyección se materializase, las exportaciones se reducirían entre 3.000 y 4.000 millones de USD, lo que implica menor generación de reservas de divisas en una situación de extrema debilidad en el plano exterior.

### Inflación: imposible de controlar sin un plan de estabilización serio

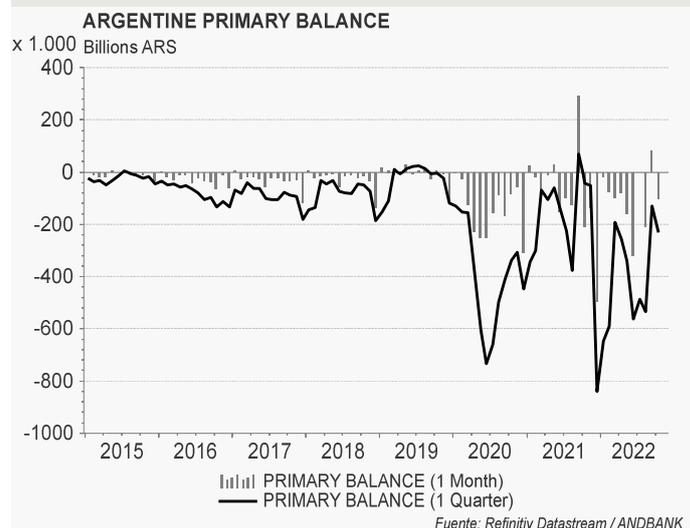
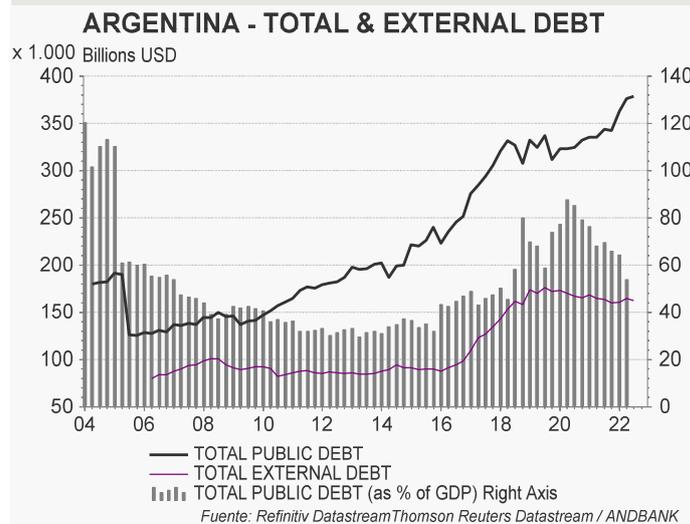
El IPC aumentó en octubre un 6,3%, por debajo de las expectativas (6,5%) y, en comparación con el año pasado, el dato fue un 88% más alto. Atendiendo a las tres grandes categorías, los precios estacionales fueron el principal impulsor del dato del IPC de octubre, con una subida del 9% mensual, al tiempo que los precios regulados subieron el 7,4% mensual y, la inflación subyacente, el 5,5%. Según la encuesta REM del Banco Central de la República Argentina (BCRA), los analistas del mercado esperan ahora una inflación del 100% para este año y del 96% para el próximo.

Sergio Massa lanzó un nuevo programa de control de precios (denominado «Precios Justos») para los próximos cuatro meses en un nuevo esfuerzo por frenar la inflación, que hasta ahora ha sido inmune a todos los programas impulsados durante este Gobierno. Durante la vigencia del programa se fijarán los precios de algunos productos (aproximadamente 1.500), mientras que a otros se les permitirán subidas programadas. Si bien Massa se ha mostrado más conservador en el frente presupuestario, las metas no son creíbles debido a las presiones de los círculos kirchneristas para ampliar el gasto con la mira puesta en las elecciones del próximo año. Por otro lado, el programa cambiario tampoco ha podido anclar las expectativas debido a las limitadas reservas del banco central.

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

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

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2023: 370)





RENDA VARIABLE

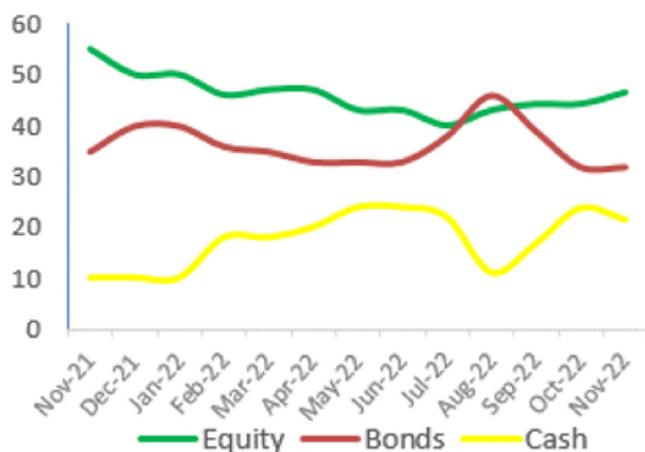
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	EPS 2022	Projected EPS 2023	Projected EPS Growth 2023	E [PE] ltm At year end	INDEX CURRENT PRICE	Potential Price	E[Perf] to potential price	Recommended Strategy	Suggested Exit Point
USA S&P 500	225,0	220,0	-2,22%	14,50	4.027	3.198	-20,6%	<b>UW-MW</b>	4.157
Europe - Stoxx Europe 600	32,0	<b>32,5</b>	1,56%	12,00	441	389	-11,8%	<b>MW</b>	467
Euro Zone - Euro Stoxx	29,0	<b>31,0</b>	6,90%	12,00	427	369	-13,6%	<b>MW</b>	443
Spain IBEX 35	745,0	735,0	-1,34%	11,00	8.397	8.097	-3,6%	<b>OW-MW</b>	8.907
Mexico IPC GRAL	3.780	4.100	8,47%	13,00	51.994	52.844	1,6%	<b>OW-MW</b>	58.129
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	0,00%	6,00	108.841	106.896	-1,8%	<b>MW</b>	117.586
Japan NIKKEI 225	1.845	1.830	-0,81%	14,50	28.383	26.559	-6,4%	<b>MW</b>	29.215
China SSE Comp.	<b>275,0</b>	<b>315,0</b>	14,55%	9,50	3.089	2.951	-4,5%	<b>UW</b>	3.246
China Shenzhen Comp	<b>101,0</b>	<b>132,0</b>	30,69%	15,00	1.998	1.929	-3,5%	<b>UW</b>	2.122
India SENSEX	2.680	3.151	17,57%	22,00	62.273	68.186	9,5%	<b>OW</b>	75.005
Vietnam VN Index	100,0	120,0	20,00%	8,50	948	1.001	5,7%	<b>OW</b>	1.102
Taiwán SE Weighted Index	1.394,0	1.394,0	0,00%	10,00	14.784	13.940	-5,7%	<b>MW/OW</b>	15.334
MSCI EM ASIA	40,0	42,0	5,00%	12,00	495	501	1,3%	<b>OW</b>	552

ANDBANK ESTIMATES

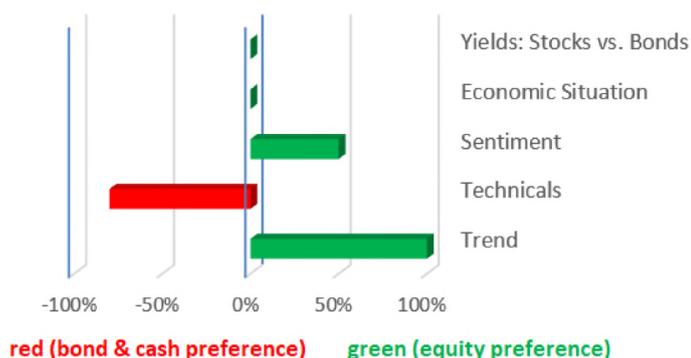
**Ned Davis: 13 indicadores para decidir si invertir en renta variable o renta fija, así como para orientar la exposición sectorial y geográfica.**

Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



GLOBAL EQUITY ALLOCATION	Recommended Allocation	Benchmark
U.S.	61%	61,5%
Europe ex. U.K.	14%	12%
Emerging Markets	11%	11,2%
Japan	5%	5,5%
U.K.	4%	3,8%
Canada	3%	3,1%
Pacific ex. Japan	2%	3%
<hr/>		
Materials	4%	2,5%
Energy	5%	4%
Health Care	17%	13,8%
Financials	9%	10,7%
Real Estate	2%	2,7%
Utilities	3%	2,7%
Consumer Staples	7%	7%
Information Technology	27%	27,4%
Communication Services	10%	9,3%
Industrials	8%	7,9%
Consumer Discretionary	8%	12,1%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)





## ENERGÍA – PETRÓLEO

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

#### Factores a corto plazo

**(Factor alcista para el precio)** – Las compañías de seguros plantean cuestiones de orden operativo sobre el tope al precio del crudo. Existe preocupación en relación con escenarios en los que se determinase que un barco en alta mar transporta crudo vendido por encima del precio máximo, lo que podría desencadenar la cancelación de su póliza de seguro y que el barco no encontrase compradores dispuestos a recibir la carga. Quedan por conocer pormenores legales sobre la ratificación del tope de precio por parte de la UE, y siempre en consonancia con las orientaciones adoptadas en los EE.UU.

**(Factor alcista para el precio)** – La OPEP recorta las previsiones de crecimiento de la demanda mundial para 2022 y 2023 sin que este deje de ser positivo, una combinación que permitirá mantener el acuerdo de la OPEP+ de recortar la producción mundial. La OPEP, en su último Informe mensual del petróleo (MOR), redujo la previsión de crecimiento de la demanda para 2022 en 100.000 bpd, con un crecimiento absoluto de 2,5 millones de bpd (Mbpd). La previsión para 2023 se redujo en la misma cuantía, hasta los 2,2 Mbpd, también afectada por el crecimiento económico y las incertidumbres geopolíticas. La OPEP dejó inalterada su previsión de suministro para 2023, añadiendo que considera que algunos productores, entre ellos EE.UU., compensarían el menor suministro principalmente de Rusia y México. También según el MOR, el mercado mundial del petróleo registró superávit: pasó de un déficit de 300.000 bpd en el primer trimestre a un superávit de 200.000 bpd en el segundo y de 1,1 Mbpd en el tercero.

**(Factor alcista para el precio)** – Los sauditas sostienen que la OPEP+ mantendrá su postura de contención de la producción. El ministro de Energía de Arabia Saudita, Abdulaziz bin Salman, manifestó a Bloomberg que los miembros de la OPEP+ aún perciben incertidumbres en la economía mundial, lo que avala la postura de prudencia que adopta el cártel ante la producción. Añadió que el trabajo del grupo es actuar con responsabilidad, sin perder de vista lo que demanda el mercado.

**(Factor alcista para el precio)** – El gobierno de Biden promueve estándares más estrictos para las emisiones de metano en los puntos de perforación. Plantea ampliar la vigilancia de fugas de metano en pozos de perforación de petróleo y gas desde los 300.000 que quedaron originalmente comprendidos en una norma de 2021 hasta aproximadamente un millón de puntos.

**(Factor alcista para el precio)** – Los resultados de las elecciones legislativas en EE.UU. implicarían la continuidad de la política energética nacional. Los expertos encuestados en una conferencia de energía de Houston opinaron que, al no haberse producido una amplia victoria republicana, el gobierno de Biden no tendrá necesidad de corregir el rumbo de la política energética.

**(Factor alcista para el precio)** – La Agencia Internacional de la Energía (AIE) señala que Rusia podría no encontrar nuevos mercados para su petróleo. El último informe mensual de la AIE apunta que «Rusia puede tener dificultades para encontrar compradores para su petróleo una vez entre en vigor, el 5 de diciembre, la prohibición de la UE», lo que podría provocar que la producción rusa se redujera el próximo año por debajo de los 10 Mbpd. Según el informe, Rusia ha redirigido diariamente más de un millón de barriles a India, China y Turquía en los últimos meses a medida que sus clientes tradicionales se reducen; ahora bien, esos flujos se han estabilizado recientemente, lo que indicaría que posiblemente no puedan incrementarse esas importaciones. Si la demanda mundial se mantuviese estable, el resto del mundo tendría que triplicar las importaciones rusas para febrero en unos 3,3 Mbpd, lo que, según la AIE, no es factible, por lo que la producción rusa se reduciría en 2 Mbpd (respecto a los niveles anteriores a la guerra) para finales de marzo, quedando en 9,6 Mbpd.

**(Factor alcista para el precio)** – En diciembre podría instaurarse un sistema de precios máximos impuesto por EE.UU. y la UE, en cuyo caso Rusia podría rehusar vender su crudo al precio máximo. Esto podría conducir a un déficit en el suministro de crudo e incrementos de precios tanto del crudo como de combustibles, lo que afectaría duramente a las refinerías y a los consumidores en países particularmente expuestos al petróleo ruso por su dependencia de tales importaciones y consumidores sensibles al precio. Dicho esto, puesto que EE.UU. considera que uno de estos países (India) es un socio diplomático cada vez más importante, EE.UU. se aseguraría de que las refinerías indias siguieran abastecidas liberando más barriles de la reserva estratégica (SPR) de EE.UU. Adviértase que la demanda india de crudo ruso ha seguido elevándose hasta máximos de varios años, alcanzando el millón de barriles diario, lo que equivale al 21% de su cesta de productos petrolíferos importados (4,6 Mbpd). La Secretaria del Tesoro de EE.UU., Yellen, afirmó que EE.UU. no se opondría a que India siguiera comprando todo el petróleo ruso que quisiera, incluso a precios superiores al tope de precios del G7, siempre que no contratase servicios marítimos, financieros y de seguros occidentales condicionados por el tope de precio.

**(Factor bajista para el precio)** – Las refinerías chinas han solicitado a la saudí Aramco que reduzca los volúmenes de carga de diciembre. Según Reuters, varias refinerías chinas solicitaron a Aramco que redujera los fletes de diciembre a aproximadamente la mitad del nivel del mes anterior. La petición es consecuencia del debilitamiento de la demanda china por efecto de las restricciones pandémicas y el renqueante crecimiento económico.

**(Factor bajista para el precio)** – El levantamiento de las restricciones impuestas en China con motivo de la pandemia apenas afectaría a la demanda a corto plazo ni a los precios. Según Platts, la relajación de las limitaciones impuestas en China podría no bastar para estimular eficazmente la demanda en el corto plazo. El artículo afirmaba que Beijing mantenía la política de *covid cero* como una prioridad máxima, y algunos analistas sostuvieron que la demanda podría debilitarse aún más con dicha relajación en caso de aumentar el número de «casos de covid», lo que conllevaría más confinamientos y restricciones a la movilidad pese a los cambios en las medidas de política. Los analistas de Platts revisaron a la baja su previsión de demanda de petróleo china para el cuarto trimestre en 62.000 bpd, y los intermediarios de crudo señalaron que las empresas estatales chinas estaban considerando ralentizar las compras para los cargamentos de diciembre, ya que la relajación de las medidas podría elevar los contagios y acabar conduciendo a una disminución de la demanda.

#### Factores a largo plazo

**(Negativo para el precio)** – Las energías alternativas toman el testigo. Los productores convencionales deben tener en cuenta que el valor de sus reservas lo dicta el tiempo que pueden seguir bombeando antes de que las energías alternativas tomen 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).

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

**(Negativo para el precio)** – Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios? Si bien el acuerdo entre saudí y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien para lograr un alza considerable en el precio, ha sido a costa de perder cuota de mercado, de forma que los productores de la OPEP ya no pueden sencillamente determinar el precio sin sufrir un coste. En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo convencional (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy, la mayor amenaza para cualquier productor 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: 1.700-2.000 USD/onza** (Comprar por debajo de 1.700 USD; vender por encima de 2.000 USD.)

#### Factores positivos para el oro

Dentro del marco de los cuatro cuadrantes, el cuadrante hacia el que pensamos que se dirige la economía mundial (recesión con inflación) suele ser un entorno propicio para el oro, en el que este producto básico se comportó bien en el pasado.

El oro está barato respecto al paladio. La ratio oro/paladio cayó a 0,886, aún 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 está incluso más caro que el oro.

#### Factores negativos para el oro

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

El oro dejará de ser el único 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 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, el UST u otros bonos soberanos) ofrecerá un mejor comportamiento en tal escenario disruptivo. Ello dependerá a su vez de la oferta relativa de cada uno de estos activos. Aquel con una menor oferta relativa será el que experimentará mayor rentabilidad y reflejará mejor su cualidad de activo antifrágil ante una perturbación. En este sentido, en el corto plazo, y mientras perduren las medidas de ajuste cuantitativo (QT) por las que la Fed pone en el mercado abundante cantidad de UST, el bono estadounidense seguirá teniendo un rendimiento inferior al del oro. Pero, con una perspectiva de más largo plazo, y una vez que las medidas de relajación cuantitativa (QE) definitivamente han terminado, ya no consideramos la oferta de UST (entendida como volumen de papel emitido) ilimitada, sino más bien como bastante limitada. Esto debería ser una mala noticia para el oro.

El oro está caro respecto a la plata. La ratio Oro/Plata se redujo a 83,93x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,35 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 1.394 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Esta ratio, que se elevó a 21,7x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 18,51 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a largo plazo para el petróleo WTI de 87,5 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.620 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,28477 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) está a 1.351 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.103 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.417 USD/onza.

Los tres riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado 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 «armas y mantequilla» 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. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su «peligrosidad» o capacidad efectiva de atajar en seco el repunte del oro.

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

- **Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo ALTO).** Aunque hace apenas unos meses parecían impensables subidas de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, ahora es un hecho y una tendencia que parece no tener fin en el futuro cercano.

- **Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha mejorado gradualmente (de -4,6% del PIB en el primer trimestre de 2022 a -3,9% en el segundo), provocando una escasez de dólares y un repunte del índice del dólar (lo que ha contenido el precio del oro). Con una visión a más largo plazo, no prevemos un salto importante en el saldo por cuenta corriente que pudiera impulsar drásticamente al USD, provocando una fuerte depreciación del oro. Más bien, el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente podría permanecer estable alrededor del 2%-3% del PIB, dependiendo de la intensidad de la recesión estadounidense, y mantener el USD apuntalado pero estable, lejos de un fuerte repunte que pudiera poner fin al mercado alcista del oro. Sin embargo, una Fed más decidida en su estrategia de ajuste cuantitativo podría provocar cierta escasez de dólares, lo que perjudicaría mucho al precio del oro.

- **Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO).** Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE 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 n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante bastante tiempo. El precio del oro lleva un tiempo sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido. Pero por ahora no tenemos perspectivas claras sobre Asia en su conjunto.



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 vs All:** Análisis Z-Score: Neutral para el US dollar a corto (Z-score). Fundamentalmente, favorable al USD

**EM Currencies:** Análisis Z-Score: Neutral para las monedas EM a corto plazo.

**EUR-USD:** Objetivo Fundamental 0.975 (Strong Buy USD at 1.05. Strong Sell USD at 0.90) // Z-Score Analysis: Negativo para el EUR

**USD-JPY:** Objetivo Fundamental 135; **EUR-JPY:** Objetivo 131,6 // Z-Score Analysis: Neutral para el JPY vs the USD

**GBP-USD:** Objetivo Fundamental 1.17; **EUR-GBP:** Objetivo 0.83 // Z-Score Analysis: Neutral para el GBP vs the USD

**USD-CHF:** Objetivo Fundamental 0.97; **EUR-CHF:** Objetivo 0.95 // Z-Score Analysis: Neutral para el CHF vs the USD

**USD-BRL:** Objetivo Fundamental 5.25; **EUR-BRL:** Objetivo 5.12 // Z-Score Analysis: Neutral para el BRL vs the USD

**USD-MXN:** Objetivo Fundamental 21; **EUR-MXN:** Objetivo 20.48 // Z-Score Analysis: Slightly Negative para el MXN vs the USD

**USD-ARS:** Objetivo Fundamental 370, Negative para el ARS

**USD-INR:** Objetivo 82, Neutral on the INR

**CNY:** Objetivo 7.5. Negative view on the CNY

**RUB:** Neutral para el RUB vs USD

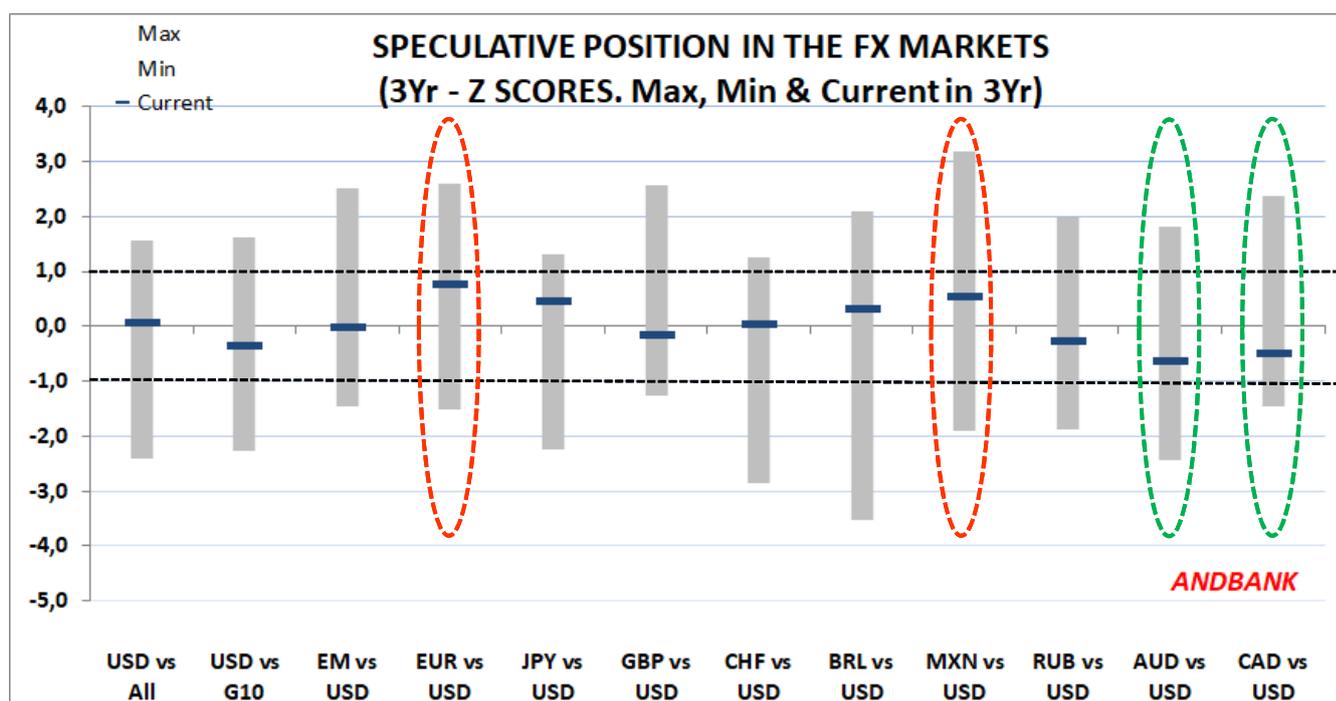
**AUD:** Favorable para el AUD vs USD

**CAD:** Favorable para el CAD vs USD

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	0,00	-10,74	32,1	-28,2	3,8	0,07
USD vs G10	0,40	-9,99	32,7	-25,4	6,2	-0,33
EM	0,00	0,35	3,9	-0,8	1,4	0,01
EUR	14,57	10,03	23,4	-8,6	6,9	0,77
JPY	-5,91	0,72	0,6	-15,0	-7,9	0,47
GBP	-2,43	0,25	4,3	-6,5	-2,0	-0,14
CHF	-2,23	-1,49	0,2	-6,0	-2,3	0,05
BRL	0,17	-0,32	1,0	-0,8	0,0	0,34
MXN	1,75	2,59	3,3	-0,9	1,1	0,55
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	-0,25
AUD	-3,02	-1,06	6,1	-5,2	-1,0	-0,62
CAD	-0,97	0,89	6,1	-5,0	0,3	-0,48

- 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 17

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's estimate (potential price)	Expected Performance (to potential price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	-15,5%	4.027	3.198	-20,6%
	Europe - Stoxx Europe 600	-9,5%	441	389	-11,8%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-10,7%	427	369	-13,6%
	SPAIN - IBEX 35	-3,6%	8.396	8.097	-3,6%
	MEXICO - MXSE IPC	-2,4%	51.994	52.844	1,6%
	BRAZIL - BOVESPA	3,8%	108.841	106.896	-1,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	-1,4%	28.383	26.559	-6,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-15,1%	3.089	2.951	-4,5%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-21,0%	1.998	1.929	-3,5%
	INDIA - SENSEX	7,0%	62.273	68.186	9,5%
	VIETNAM - VN Index	-36,2%	948	1.001	5,7%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-25,7%	495	501	1,3%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-17,3%	3,84	4,00	2,5%
	UK 10 year Gilt	-17,0%	3,19	3,75	-1,3%
	German 10 year BUND	-17,4%	1,97	2,25	-0,3%
	Japanese 10 year Govie	-1,3%	0,24	0,25	0,1%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-19,0%	2,98	3,25	0,8%
	Italy - 10yr Gov bond	-21,1%	3,91	4,25	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-19,1%	2,89	3,25	0,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	-17,5%	2,43	2,75	-0,1%
	Greece - 10yr Gov bond	-22,3%	4,18	4,75	-0,4%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-1,4%	94,75	100	2,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-4,9%	461,22	500	5,3%
	Euribor 3m				
	Credit USD IG - CDX IG	-1,0%	81,35	100	4,9%
	Credit USD HY - CDX HY	-3,5%	479,51	500	8,9%
	Libor Usd 3m				
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	118,1%	10,73	11,75	2,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-5,4%	10,00	14,00	-22,0%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	7,01	6,50	11,1%
	India - 10yr Gov bond (local)	-1,2%	7,31	7,25	7,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-15,7%	7,20	8,00	0,8%
	China - 10yr Gov bond (local)	2,1%	2,80	2,75	3,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-3,3%	4,37	5,25	-2,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-4,6%	2,65	3,50	-4,2%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-10,2%	3,10	4,00	-4,1%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	-10,3%	3,68	4,50	-2,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-6,4%	1,57	2,50	-5,9%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-6,5%	9,21	10,00	2,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-19,1%	5,88	5,90	5,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-15,2%	13,34	13,50	12,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-12,0%	6,66	7,25	2,0%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	6,0%	79,7	87,50	9,7%
	GOLD	-5,0%	1.737,8	1.900	9,3%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-9,9%	1,024	0,975	-4,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-12,6%	1,18	1,17	-1,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	3,1%	0,87	0,83	-3,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	5,1%	0,96	0,97	1,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-5,3%	0,98	0,95	-3,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	23,5%	142,12	135,00	-5,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	11,2%	145,54	131,63	-9,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-4,6%	19,54	21,00	7,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-14,1%	19,99	20,48	2,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-4,5%	5,32	5,25	-1,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-14,0%	5,45	5,12	-6,0%
	USDARS (price of 1 USD)	58,9%	163,17	370,00	126,8%
	USDINR (price of 1 USD)	9,7%	81,70	82,00	0,4%
	CNY (price of 1 USD)	12,8%	7,16	7,50	4,7%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



## PRINCIPALES APORTACIONES

Página 18

**Together  
Everyone  
Achieves  
More**



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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

## AVISO LEGAL

Página 19

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.