

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Octubre de 2023

*La política monetaria dejará de sonar como Freddy Krueger cuando los políticos dejen de usar el déficit para que siga la fiesta; algo que solo harán cuando la política monetaria levante el pie de nuestros cuellos; lo que no ocurrirá mientras dure la fiesta de los déficits y la política fiscal expansiva.*

*¡Un disparatado pez que se muerde la cola!  
¿Entonces? Deben prepararse para más subidas en los Fed rates.*

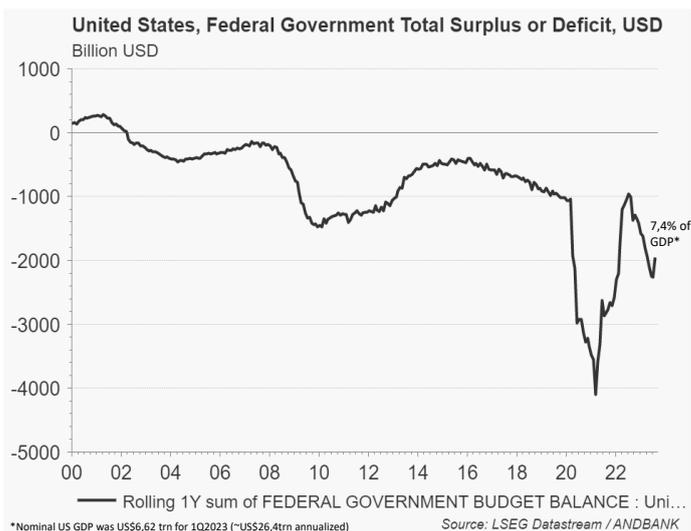
## Opinión Corporativa

Octubre 2023



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES La desconexión entre la política fiscal y la política monetaria obliga a la Fed a mantener el sesgo hawkish



## RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	[Perf] to Strong Buy Point	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	4.274	3.899	-8,8%	UW-MW	5.068
Europe - Stoxx Europe 600	448	423	-5,8%	UW-MW	507
Euro Zone - Euro Stoxx	438	403	-8,0%	UW-MW	484
Spain IBEX 35	9.395	10.644	13,3%	MW-OW	11.708
Mexico IPC GRAL	51.108	56.788	11,1%	OW	62.467
Brazil BOVESPA	114.193	130.000	13,8%	MW	143.000
Japan NIKKEI 225	32.372	34.884	7,8%	OW	38.373
China SSE Comp.	3.107	2.980	-4,1%	UW	3.278
China Shenzhen Comp	1.902	1.901	-0,1%	UW	2.091
India SENSEX	65.991	73.513	11,4%	OW	80.865
Vietnam VN Index	1.154	1.378	19,4%	OW	1.515
MSCI EM ASIA	507	588	16,0%	OW	647

ANDBANK ESTIMATES

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

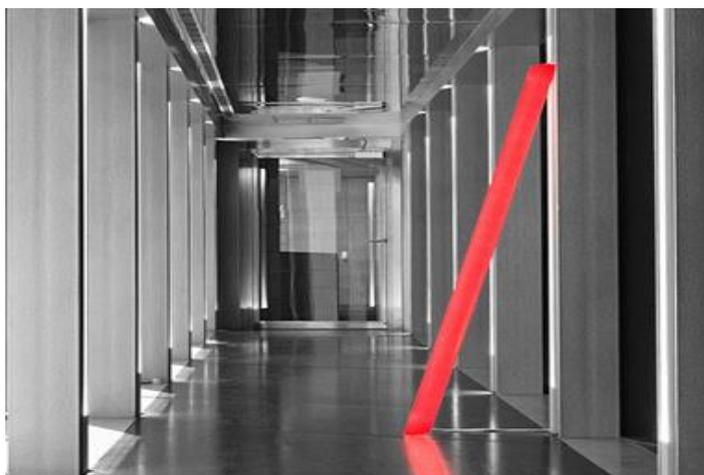
Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	-2,1%	4,51	4,50	4,5%
Core countries	UK 10 year Gilt	-2,3%	4,29	3,75	8,6%
	German 10 year BUND	0,0%	2,79	2,50	5,1%
	Japanese 10 year Govie	-2,3%	0,73	0,75	0,6%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,8%	3,87	3,50	6,8%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	3,4%	4,70	4,20	8,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	2,9%	3,51	3,50	3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,3%	3,19	3,00	4,7%
	Greece - 10yr Gov bond	6,4%	4,20	4,50	1,8%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	2,6%	80,55	85	4,6%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	6,4%	419,19	500	5,7%
	Euribor 3m				
	Credit USD IG - CDX IG	4,4%	72,50	90	5,9%
	Credit USD HY - CDX HY	8,3%	444,91	550	6,9%

## RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-123,5%	25,42	17,00	92,8%
EM Europe (Loc)	Russia - 10yr Gov bond (local)	-11,0%	12,70	--	--
Fixed Income	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	5,7%	6,84	6,00	13,6%
Asia (Local currency)	India - 10yr Gov bond (local)	6,8%	7,16	6,50	12,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	7,5%	6,51	6,25	8,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	3,1%	2,71	2,25	6,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,9%	4,01	4,00	4,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-4,3%	3,19	2,25	10,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	3,40	4,00	-1,4%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,3%	3,94	3,50	7,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,5%	1,22	2,25	-7,0%
	Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,1%	9,99	10,00
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,1%	6,37	6,25	7,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	17,4%	11,72	11,50	13,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,5%	6,77	7,50	0,9%

## MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
Commodities	Oil (WTI)	13,8%	91,3	87,50	-4,2%
	GOLD	4,0%	1.896,5	2.000	5,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,3%	1,057	1,100	4,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,4%	1,21	1,25	2,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,7%	0,87	0,88	1,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,9%	0,92	0,95	3,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-2,2%	0,97	1,05	7,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	13,6%	148,98	140,00	-6,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	12,2%	157,45	154,00	-2,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-10,2%	17,49	18,50	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-11,4%	18,47	20,35	10,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,7%	4,99	5,00	0,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-6,9%	5,27	5,50	4,4%
	USDARS (price of 1 USD)	98,0%	350,00	370,00	5,7%
	USDINR (price of 1 USD)	0,6%	83,21	84,00	1,0%
	CNY (price of 1 USD)	5,9%	7,31	7,50	2,6%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

# EE.UU.

## La Reserva Federal prepara al mercado para «tipos más altos durante más tiempo»

### La Reserva Federal

En línea con lo anticipado por el mercado, la Reserva Federal ha pausado las subidas de tipos de interés al mantener el tipo de referencia en la horquilla del 5,25-5,50%. Por lo que respecta a qué cabe esperar de aquí a finales de año, ningún miembro de la Fed prevé más de una única subida de 25 pb este año y, de los diecinueve, siete descartan subidas adicionales. El mercado asigna en estos momentos una probabilidad del 30% a una subida de tipos en la próxima reunión (1 de noviembre) y del 70% a que se mantengan en el nivel actual.

En su comunicado, el Banco Central estadounidense indicó que los tipos se mantendrán altos durante un periodo prolongado. El comunicado de septiembre presenta leves cambios respecto al de julio: el adjetivo aplicado al crecimiento económico pasa de «moderado» a «sólido» y se suaviza la referencia al crecimiento del empleo. En su intervención, su presidente, J. Powell, afirmó que lo peor que la Fed podía hacer era no restaurar la estabilidad de precios lo antes posible y que, si bien las presiones sobre los precios daban señales de relajación alentadoras, devolver la inflación al objetivo del 2% llevaría su tiempo. Posibles subidas adicionales de tipos.

La Fed también publicó su Resumen de Proyecciones Económicas (SEP). La mediana del tipo interbancario objetivo de los «fondos federales» para finales de año se sitúa en 5,625% y, para finales del próximo, del 5,125%: esto implica un recorte de tipos de 50 pb, muy por debajo de los 100 pb del SEP de junio. Este ha sido el punto más «restrictivo» del comunicado de la Fed, que ha tratado de transmitir el mensaje de que los tipos se mantendrán «más altos durante más tiempo». Los miembros de la Fed esperan ahora un crecimiento del PIB en 2023 superior al previsto en el SEP anterior (de 1,0% a 2,1%) y una tasa de desempleo menor (3,8% frente a 4,1% en junio), ambos compatibles con el escenario de *aterrizaje suave* de la economía. Atendiendo a los precios, ahora se espera un PCE subyacente inferior para este año (+3,7% frente a +3,9%) y que se mantengan dos años más por encima del objetivo del 2% de la Fed (+2,6% en 2024 y +2,2% en 2025).

### Inflación y actividad económica

El índice general de precios al consumo (IPC) aumentó en agosto en términos interanuales por segundo mes consecutivo con un dato del +3,7%, superior al de julio (+3,2%) y ligeramente por encima de lo estimado por el mercado (+3,6%). Respecto a julio el IPC aumentó +0,6 pp en el mes, impulsado por el componente de energía (+5,6%), en concreto el encarecimiento de los carburantes (+10,6%). El componente de alojamiento y vivienda del índice, que incluye el gasto de alquiler de la vivienda principal, la renta imputada en el caso de vivienda en propiedad y el alojamiento fuera del hogar, que representa el 35% del IPC general y el 41% del subyacente, aumentó 0,3 pp en el mes y un 7,2% interanual (frente al 7,7% interanual de julio). Dentro del componente de vivienda, la renta imputada por la vivienda propia aumentó 0,4 pp en el mes (+7,3% interanual). No obstante, el IPC subyacente siguió bajando hasta situarse en el 4,3% interanual (+4,7% interanual en julio), con un incremento mensual de 0,2 pp.

Los datos del mercado laboral continúan dibujando un panorama halagüeño. Las peticiones iniciales de subsidios de desempleo en la semana del 11 al 16 de septiembre descendieron a 201.000, la cifra más baja de los últimos ocho meses y en el extremo inferior de la horquilla de 194.000-265.000 registrada en lo que va de año. El empleo no agrícola sigue creciendo, con 187.000 empleos creados en agosto. La tasa de desempleo se elevó al 3,8%, lo que se explica por el aumento de la tasa de actividad («participación laboral»). Los datos del mercado de trabajo siguen siendo la principal justificación de una eventual subida de tipos en las próximas reuniones de la Fed o, al menos, de un escenario en que los tipos se mantengan en un nivel elevado durante un tiempo prolongado.

Las principales señales de cautela las emite el mercado inmobiliario. El dato de agosto de construcción de viviendas en propiedad (1.283.000 unidades) es un 11,3% inferior al de julio y representa una caída del 14,8% interanual (1.505.000 unidades construidas en agosto del año pasado). Algo que se explica por las viviendas multifamiliares iniciadas (-41,6% interanual), ya que las unifamiliares aumentaron (+2,4% interanual). También se registró un descenso en la venta de viviendas de segunda mano, que se situó un 15,3% por debajo de la cifra de agosto de 2022.

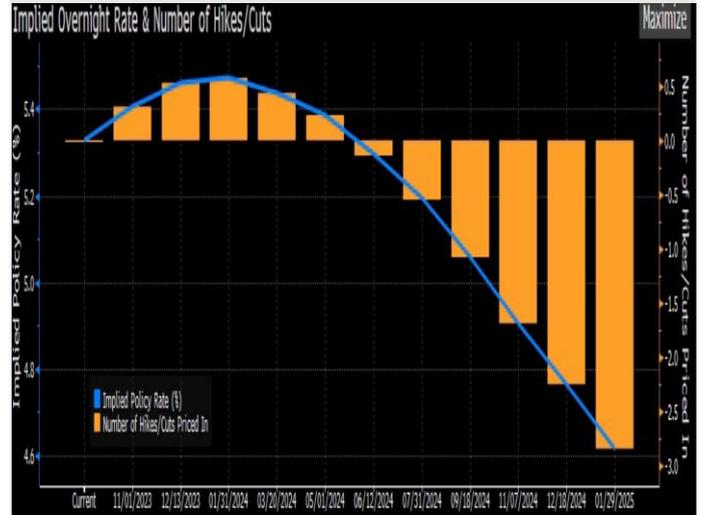
### Mercados financieros

**Bonos del Tesoro y deuda corporativa.** La orientación proporcionada por la Fed al mercado de que los tipos de interés se mantendrán más altos durante un periodo más prolongado elevó la volatilidad tanto en los mercados de renta fija como de renta variable. El rendimiento del bono estadounidense a 10 años superó el 4,35% en la segunda quincena del mes, lo que no ocurría desde 2007. Algo a lo que también contribuyó la rebaja de calificación de Fitch (de AAA a AA+). Standard & Poor's hizo lo propio en 2011 tras alcanzarse el «techo» de deuda, en lo que supuso la primera revisión a la baja de la calificación crediticia de Estados Unidos de la historia. Con la subida de los tipos a largo plazo en las últimas semanas, el diferencial de rendimiento entre los valores de deuda pública a 10 y 2 años se redujo de 100 a 65 pb. Aumentamos la *duración* pero sin sobreponderar, pasando de una posición infraponderada a una neutral. En cuanto a la deuda corporativa, hemos ajustado ligeramente a la baja los objetivos de diferencial en las categorías de grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY).

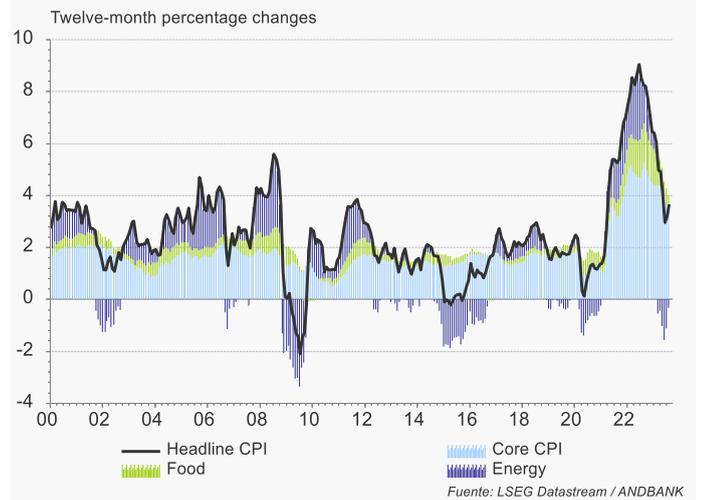
**Renta variable.** Tras marcar un máximo a finales de julio y anotarse un alza del 20,6% hasta entonces, en las últimas semanas una corrección próxima al 4% ha dejado la rentabilidad del SPX Total Return Index en el 16% en lo que va de año. El sector tecnológico sigue exhibiendo el mejor comportamiento (+35%). El energético, que con el financiero era hasta entonces el peor parado del año, ha entrado en terreno positivo (+5%). Nos atenemos a la recomendación de mantener una cartera equilibrada entre empresas de valor/cíclicas y crecimiento de calidad.

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

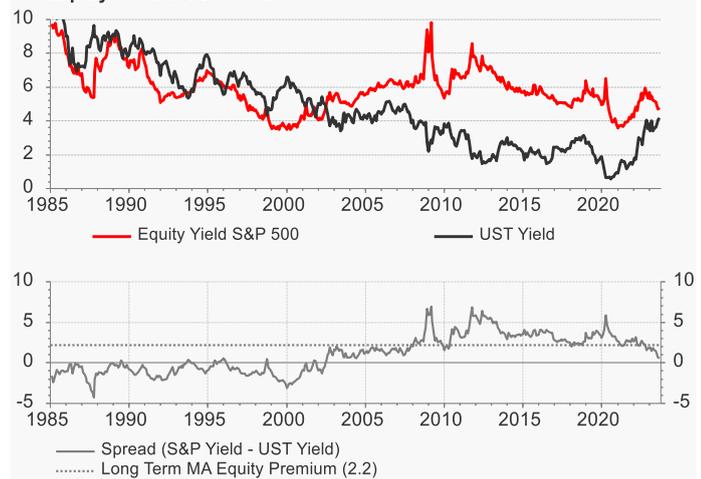
Renta variable (S&P): INFRAPONDERAR-NEUTRAL  
Deuda soberana (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4500%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 90 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 550 pb)  
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR



### US headline CPI and contributions



### Equity Yield & UST Yield



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# EUROPA

## El panorama económico parece complicarse y cabe preguntarse si los tipos habrán tocado techo

### Un panorama más sombrío

La coyuntura macroeconómica europea se ha deteriorado más de lo esperado durante el verano. No sólo los PMI del sector servicios han sorprendido a la baja, situándose ahora en territorio contractivo, sino que otros indicadores prospectivos como los pedidos industriales alemanes o las ventas minoristas también han caído o se han estancado. Las estimaciones oficiales del PIB para 2023 se han reducido en consecuencia, lo que también afecta a las previsiones para el próximo año, que se han revisado significativamente a la baja debido principalmente al efecto arrastre del segundo semestre de 2023. Aunque la energía se ha encarecido, esto podría suponer más un riesgo para la inflación que un contratiempo para el crecimiento, ya que los niveles de las reservas de gas almacenadas se mantienen muy elevados en Europa (por encima del 90%) antes del inicio de la estación invernal. En cuanto a la evolución general de los precios, las perspectivas actuales del BCE apuntan a una tendencia a la desinflación, pero la previsión es que los precios sigan altos durante un largo periodo de tiempo. La inflación general se revisó ligeramente al alza, lo que se explica por el reciente comportamiento de los precios de la energía, pero la subyacente se redujo. Si bien estamos adentrándonos en unos meses en los que los efectos de base desaparecen, dificultando predecir nuevos avances, el efecto de transmisión del debilitamiento de la demanda debería hacer que la presión subyacente sobre los precios disminuyera gradualmente.

### BCE: subida «moderada» de tipos

El BCE volvió a subir los tipos en septiembre, decisión coherente con las perspectivas de inflación y el mandato del BCE. La orientación ofrecida al mercado podría resumirse en esta afirmación: «los tipos han alcanzado niveles que, mantenidos durante un periodo lo suficientemente largo, contribuirán sustancialmente al oportuno retorno de la inflación al objetivo». Aunque Lagarde rehusó confirmar la pausa, o que se hubiera alcanzado el máximo, la expresión utilizada por el BCE así lo sugiere. La atención parece redirigirse ahora desde la intensidad de política monetaria (tipo *terminal*) a la duración de política monetaria. Creemos que podría no haber nuevas subidas de tipos de interés del BCE por mucho tiempo, o incluso que el ciclo de subidas se podría haber acabado. Esta opinión solo cambiaría ante un shock energético que disparase el precio del barril por encima de los 100\$ durante un periodo prolongado.

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

**Deuda pública.** La proximidad del final del ciclo de endurecimiento aconsejaría adoptar a medio plazo una perspectiva de aumento de la *duración* en los valores de deuda pública. Pero, salvo que la inflación resultara inferior a la esperada, la postura del BCE podría justificar mantener inalterados los tipos hasta bien entrado 2024 y que los rendimientos del Bund se mantuvieran cerca de los niveles actuales. Un factor que podría presionarlos al alza podría ser la reducción del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP), pero una comunicación clara del BCE debería ayudar al mercado a prepararse para la terminación de la flexibilidad asociada. Pese a que en la última reunión del BCE la orientación al respecto no se modificó, la cuestión se debatirá en los próximos meses. Pocos son los analistas que esperan un final anticipado de las reinversiones del PEPP, pero podríamos tener alguna noticia en diciembre. Por otro lado, la consolidación fiscal tendrá un lugar destacado en la agenda europea de 2024-2025. Mantenemos nuestros objetivos para el Bund y también para los bonos de países «periféricos».

**Deuda corporativa.** La última reunión del BCE ha proporcionado una base estable para tipos altos y, a nuestro juicio, ha elevado el nivel mínimo para los rendimientos. Sin embargo, los diferenciales continúan en niveles mínimos, similares a los anteriores a la crisis bancaria estadounidense de marzo. Con los rendimientos de los bonos sénior por encima del 4% y con la previsión de que los emisores puedan retrasar algo su financiación para el próximo año es de esperar que los flujos se dirijan hacia los segmentos de renta fija con mejores calificaciones. Las menores expectativas de crecimiento afectarían a los bonos con peor calificación crediticia (HY). Las tasas de impago podrían pasar del 1-2% al 3-4% en los bonos con calificación BB. Evitaríamos calificaciones inferiores a BB (salvo excepción). Favorecemos empresas financieras y defensivas vs cíclicas.

**Renta variable.** Recomendamos una cartera equilibrada entre los factores de crecimiento y valor. El de valor debería seguir impulsado por los tipos «más altos durante más tiempo». Las acciones europeas han tendido a ofrecer una rentabilidad por dividendo superior a la de sus homólogos del resto del mundo, pero su rentabilidad neta por recompra baja o negativa dejaba la rentabilidad total de la región a menudo por debajo de la de otras. Ahora bien, las empresas europeas destinaron la cifra récord de 200.000 millones de USD a recomprar acciones en los últimos 12 meses y la región ha registrado en los últimos 5 años el mayor incremento de la actividad de recompra del mundo. Preferimos cambiar nuestra postura defensiva por una estrategia de dividendos, que mantiene un sesgo hacia el valor y que consideramos preferible en un entorno económico de debilitamiento de los tipos y BPA en máximos. En España asignamos en este momento una probabilidad del 50% a unas segundas elecciones; pero lo relevante, desde una perspectiva macro, es que seguimos pensando que la incertidumbre política apenas perjudicará el crecimiento. De hecho, dudamos que esto afecte significativamente a nuestra apuesta de recuperación macroeconómica, que considera un crecimiento español superior al de la zona euro y al fondo de recuperación patrocinado por la UE como uno de los principales impulsores del crecimiento durante el horizonte de previsión. España ha atravesado por varios episodios de notable incertidumbre política en el pasado, con repetición de elecciones o gobiernos minoritarios débiles, pero ninguno parece haber afectado al crecimiento de manera inequívoca.

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

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (Euro Stoxx): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Renta variable (IBEX español): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

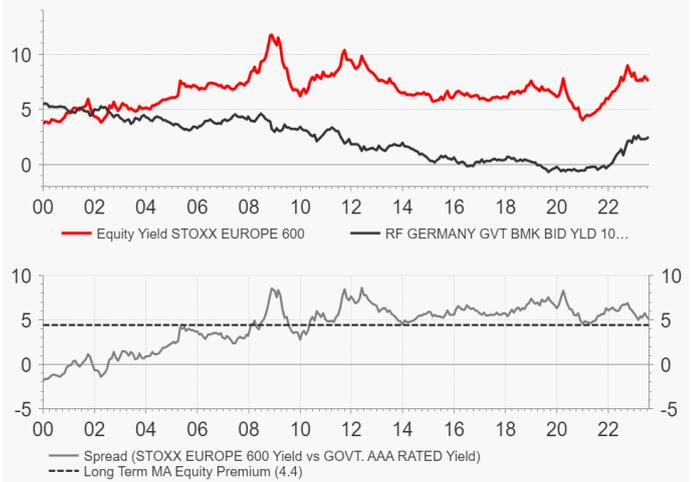
- P. periféricos: NEUTRAL (IT 4,2%; ES 3,5%; PT 3,5%; IR 3%); INFRAPONDERAR (GR 4,5%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. objetivo: 85 pb)

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

Tipo de cambio (EUR/USD): Nuevo rango operativo: 1,03 (venta USD) – 1,10 (compra USD)

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

### ECB staff growth forecasts

%oya, % for the unemployment rate

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

Source: ECB, J.P. Morgan

Euro STOXX banks Index



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# CHINA

## El PBoC intenta evitar la depreciación del yuan. Las empresas estatales venden dólares. Recorte de las previsiones de crecimiento para 2023 y 2024

### China pide a los grandes bancos mantener posiciones abiertas en divisas para contener la presión cambiaria sobre el yuan

El PBoC ha pedido a los bancos chinos que, tras vender dólares estadounidenses a clientes, no cuadren sus posiciones en los mercados interbancarios de divisas hasta que su posición en divisas al contado no alcance cierto nivel. Con esta decisión los bancos tendrán que mantener abiertas (con riesgo) posiciones durante un tiempo para aliviar la presión bajista sobre el yuan y absorberían parte de las compras de dólares por las empresas. Aquellas que quisieran comprar 50 millones de USD o más tendrían que solicitar la autorización del banco central, que intensificaría de este modo su vigilancia sobre estas. Además, los bancos con participación estatal están vendiendo USD tanto en el mercado nacional como en el extranjero y, según fuentes que recibieron la directiva, también se pidió a los bancos que intentaran disuadir a sus clientes de comprar dólares. El efecto podría ser justo el contrario, como suele ocurrir ante un control (prohibición) de acceso a una moneda fuerte que se considera de reserva. De hecho, los exportadores han optado por mantener sus ingresos en dólares en depósitos en lugar de convertirlos a yuanes.

### Perspectivas del yuan

Dos factores explican la caída del yuan de este año: un creciente diferencial de rendimiento de su deuda con el de otras grandes economías, sobre todo EE.UU., y una economía renqueante que hace que la tasa marginal de rendimiento del capital invertido en China siga siendo inferior a la de otros lugares. Mientras estos dos aspectos no cambian, los flujos de capital dirigidos hacia el yuan seguirán resintiéndose, haga lo que haga Pekín por evitar nuevas depreciaciones. De hecho, en los últimos meses China ha intensificado los esfuerzos por contener la caída del yuan fijando puntos medios persistentemente más altos de lo previsto, pero la medida no ha tenido éxito, según se aprecia en el gráfico 3 adjunto. Más recientemente, a principios de mes, las autoridades anunciaron que aumentarían la oferta de dólares reduciendo la cantidad de divisas que los bancos debían mantener en reserva.

Según Sid Mathur, jefe de estrategia macro de Asia-Pacífico y de investigación de mercados emergentes en BNP Paribas, las autoridades chinas «simplemente están suavizando el ciclo. Quieren evitar el comportamiento gregario, un escenario en el que el mercado sienta que puede estar perdiendo el control. Simplemente están utilizando diferentes herramientas administrativas para suavizar la formación de los precios».

### Pekín intenta sostener el mercado bursátil

Las posiciones apalancadas en acciones chinas registraron el 11 de septiembre su mayor aumento diario de los últimos tres años y pico tras entrar en vigor la normativa que reduce el coeficiente de depósito o margen en operaciones de alto riesgo. El saldo total de la deuda acumulada en cuentas de garantía de operaciones con valores asciende actualmente a 1,5 billones de CNY (205.000 millones de USD); con eso y con todo, la cifra es un 33% inferior a la máxima registrada en 2015.

### El crecimiento previsto del PIB chino se reduce al 5% en 2023 y 4,5% en 2024

Según una encuesta de Reuters, la economía china crecerá en 2023 y 2024 menos de lo previsto debido al deterioro de su mercado inmobiliario. La última previsión es del 5% para 2023, inferior al 5,5% previsto en julio. Algunos economistas incluso advirtieron de que ese objetivo oficial de crecimiento podría incumplirse, ya que los parches a las políticas no bastarían para estabilizar la economía. La mayoría de economistas descartaba un paquete de estímulo económico voluminoso dado el fuerte endeudamiento de los gobiernos locales.

### China tacha de proteccionista la investigación europea sobre vehículos eléctricos

Pekín no ha tardado en responder a la investigación de la UE sobre las subvenciones chinas a los vehículos eléctricos. El Ministerio de Comercio afirmó que la investigación de la UE es «una descarada actuación proteccionista» que perturbará y distorsionará la industria automovilística y la cadena de suministros mundial, y que perjudicará los lazos económicos y comerciales entre China y la UE. Los analistas prevén que China adoptará contramedidas si Bruselas finalmente impusiera aranceles a las importaciones chinas de vehículos eléctricos.

### Moody's recorta la perspectiva del sector inmobiliario chino

Moody's recortó, de «estable» a «negativa», la perspectiva del sector inmobiliario chino alegando problemas de crecimiento económico que deprimirían las ventas a pesar de la serie de medidas de apoyo del Gobierno. En concreto prevé una caída de las ventas contratadas de alrededor del 5% en los próximos seis a doce meses. De hecho, la inversión inmobiliaria en China se ha contraído un 8,9% interanual en los ocho primeros meses del año. Moody's señaló que el impacto de las medidas adoptadas sería previsiblemente efímero y desigual.

### Geopolítica

El portavoz del Consejo de Seguridad Nacional de EE.UU. afirmó que las medidas de China para ampliar la prohibición del uso de iPhones en la administración del Gobierno eran «represalias agresivas e inapropiadas contra empresas estadounidenses». El gobierno de Biden ha iniciado una investigación oficial sobre el procesador de 7nm fabricado en China descubierto en el último teléfono móvil de Huawei, el Mate 60 Pro.

El fondo soberano de Noruega, con un patrimonio de 1,4 billones de USD, cerrará su única oficina en China ante la preocupación por las crecientes tensiones entre EE.UU. y China. El fondo había invertido unos 42.000 millones de USD en 850 empresas de China continental y Hong Kong a finales de 2022 (en 2020 llegó a tener 47.000 millones de USD).

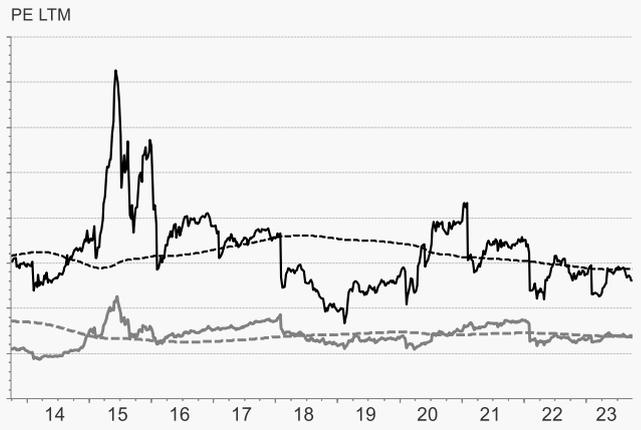
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

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

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

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices



Source: Refinitiv Datastream / ANDBANK

USDCNY exchange rate



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# JAPÓN

## El Banco de Japón no dejará la política de tipos de interés negativos este año, lo que favorece a la renta variable

### El gobernador del Banco de Japón afirma que la relajación continuará mientras la incertidumbre sobre la inflación siga siendo extremadamente elevada

Ueda insistió en las elevadísimas incertidumbres que rodean al escenario de referencia y reiteró que aún no se vislumbraba la consecución sostenible y estable del objetivo de estabilidad de precios del 2% acompañado de subidas salariales. De ahí que el Banco de Japón (BoJ) estime aún necesario continuar pacientemente con la relajación monetaria en el marco de la política de control de la curva de rendimientos (YCC). Ueda también afirmó que el BoJ podría disponer a finales de año de datos suficientes para considerar la salida de la política de tipos de interés negativos (NIRP). «Los tipos cero se dejarían si estuviéramos convencidos de que la estabilidad de inflación y salarios está asegurada». Con todo, volvió a insistir en que «el BoJ está a cierta distancia de lograr su objetivo de estabilidad de precios y continuará con su paciente relajación monetaria».

### Las tenencias de bonos del Tesoro por Japón y China caen a mínimos históricos

La proporción de bonos del Tesoro estadounidense (UST) en manos de Japón y China cayó a su nivel más bajo jamás registrado. Conjuntamente mantenían en junio 1,94 billones de USD en bonos del Tesoro, lo que ronda el 25% de toda la deuda estadounidense en el extranjero (el máximo conjunto, del 25,4%, se alcanzó en 2007) y menos del 8% del saldo vivo total de la deuda estadounidense. La importancia del dato radica en que esa oferta de deuda aumenta al tiempo que el resto de compradores marginales disminuye, lo que presiona con fuerza al alza los rendimientos. La evolución del rendimiento del bono a 10 años (y probablemente del precio de las acciones) no depende tanto de la inflación cuanto de las tenencias por bancos centrales de UST, algo que a su vez depende de los precios mundiales de la energía y de las materias primas importadas. Cuanto más se encarece la factura energética y alimentaria exterior, más activos de reserva (en su mayoría UST) depositados en la Fed deberán vender sus tenedores. El último gráfico muestra los cambios en tenencias de deuda estadounidense por extranjeros (mantenidas en la Fed), que explica a su vez el salto (a partir del primer trimestre de 2022) en los rendimientos de los UST. La buena noticia es que da la impresión de que los bancos centrales han dejado de vender UST. Si esto se mantiene (lo que requeriría la relajación del precio de la energía), el mercado bursátil saldría beneficiado. Si, en cambio, se superasen los 90-100 USD/barril (y Arabia Saudí y Rusia hacen cuanto pueden para que así sea), entonces los bancos centrales extranjeros seguirán vendiendo UST, lo que impulsará los rendimientos de la deuda y acabará lastrando la renta variable.

### Datos de coyuntura macroeconómica

PIB anualizado revisado del segundo trimestre: +4,8% (consenso: +5,6%; preliminar: +6,0%). El índice de confianza de fabricantes de Reuters (Tankan) de septiembre decepcionó expectativas (+4; agosto: +12). Préstamos bancarios de agosto: +3,1% interanual (dato revisado de julio: +2,9%). Índice de situación actual, encuesta de Economy Watchers de agosto: 53,6 (consenso: 54,4; julio: 54,4). Índice de perspectivas: 51,4 (mes anterior: 54,1). Salario medio nominal julio: +1,3% interanual (consenso: +2,4%; junio: +2,3%); real: -2,5% interanual (consenso: -1,4%; mes anterior: -1,6%).

### Pese al deterioro fiscal, voluntad de ampliar las medidas de apoyo a la población

El Primer Ministro Kishida declaró en Nueva Delhi que planeaba remodelar el gabinete ejecutivo y «promulgar un paquete de medidas económicas drásticas, financiadas con un presupuesto suplementario». A su vez, según Nikkei, las principales compañías eléctricas solicitaron al METI el martes que prorrogase hasta diciembre subsidios a la electricidad de 3,5 yenes por kilovatio hora, abaratando la factura mensual del hogar típico en 900 yenes. El programa actual vencia en septiembre y el gobierno ha aprobado mantener las ayudas a los hogares hasta final de año.

### Empresas y beneficios: posibles problemas en el mercado de semiconductores

Las quiebras empresariales se disparan, con un incremento en agosto del 54% interanual, lo que supone el 17º incremento consecutivo y el mayor desde principios de 2020. El aumento de los impagos se atribuyó a los efectos de la inflación, la escasez de mano de obra y la amortización de deuda. Las cifras de agosto también registraron aumentos en las 10 categorías industriales por primera vez en 15 años. Los sectores más destacados fueron servicios, construcción e industria manufacturera.

El Consejero Delegado de SUMCO (que fabrica y vende obleas de silicio a fabricantes de semiconductores para chips de memoria y microprocesadores) señaló que los resultados de explotación podrían caer más del 30% por efecto de los recortes en la producción, ya que los clientes apuntan a un entorno difícil en el tercer y cuarto trimestres. El mensaje señalaba la debilidad generalizada del mercado, que afectaba a la demanda de obleas de silicio, y que se veía agravada por las necesidades de inversión y los costes salariales.

### El diálogo diplomático entre China y Japón se tensa por el agua de Fukushima

En la cumbre de la ASEAN+3 los dirigentes de Japón y China dejaron pasar la oportunidad de entablar conversaciones bilaterales formales, revelando fuertes discrepancias sobre el vertido al mar de agua tratada de la central nuclear de Fukushima. Según los analistas, la cuestión actual puede tener un impacto duradero en las relaciones bilaterales, complicando los esfuerzos de Tokio por estabilizar unas relaciones ya tensas por la creciente asertividad militar de Pekín.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 0,75%)

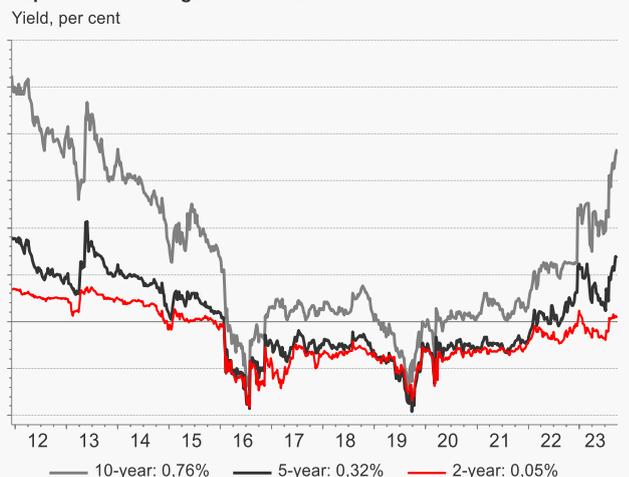
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



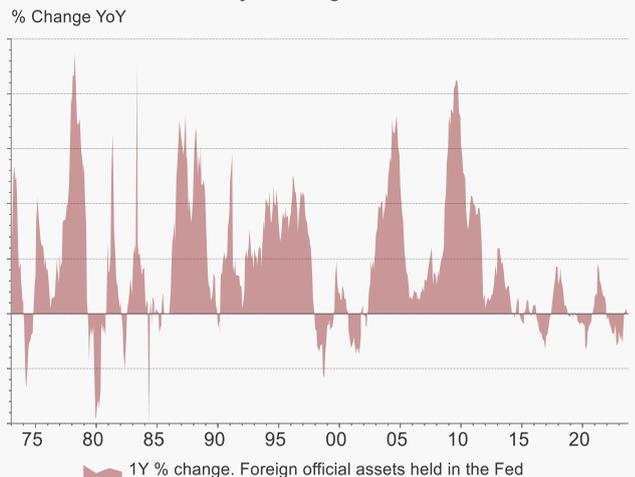
Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Securities held in custody for foreign official accounts



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

# INDIA

## Las reformas pro mercado continúan y el crecimiento se acelera, lo que seguirá impulsando el mercado bursátil

### Flujos positivos e interés extranjero por activos indios; estabilidad en agosto

Según los datos disponibles, los inversores extranjeros fueron compradores netos de acciones y bonos en agosto por importe de 1.480 millones y 930 millones de USD, respectivamente. Los inversores nacionales también lo fueron de acciones en el mes, por valor de 3.020 millones de USD. Sin embargo, el mercado bursátil perdió en agosto su trayectoria alcista de los últimos cuatro meses al volver a aumentar la inflación y empezar los inversores a considerar que los tipos de interés podrían mantenerse altos durante más tiempo.

### Inflación, política monetaria y mercados

La inflación subyacente se mantuvo en el 4,93%, pero el índice de precios al consumo (IPC) general pasó del 4,8% en junio al 7,4% en julio. El petróleo se encareció un 14% en el mes, que cerró en 85 USD/barril. En su última reunión, el Comité de Política Monetaria (MPC) mantuvo el tipo *repo* en 6,50%, el de las operaciones de compra con pacto de reventa en 6,25% y el de la facilidad marginal permanente (MSF) en 6,75%. El MPC reiteró su énfasis en la «retirada de la acomodación» para contener la inflación dentro del objetivo a medio plazo del Banco de Reserva de la India (RBI), que para el IPC es del 4%  $\pm$  2 pp, sin dejar de apoyar el crecimiento. El Banco Central elevó ligeramente la previsión de inflación para 2023-24 al 5,4% (desde el 5,1%). El MPC considera que el encarecimiento del crudo, en un contexto de recortes de producción y afianzamiento de los costes en origen, podría acabar llevando la inflación por encima de lo anticipado.

### El mercado de renta variable: desglose de resultados y perspectivas

El sector con mejor comportamiento en el mes fue el tecnológico, sobre el que tenemos una opinión favorable, inclinándonos por empresas de servicios informáticos de nivel medio con buenas carteras de contratos y un buen historial captando contratos importantes en proyectos de transformación a largo plazo. En el otro extremo se situó bienes de consumo básicos, un sector cuyo volumen ha crecido poco al afectar la elevada inflación a la demanda. No obstante, el débil crecimiento de la demanda quedó compensado por la mejora de los márgenes tras la relajación de los precios de materias primas. Seguimos siendo optimistas sobre el sector porque, a largo plazo, la mayor penetración en el mercado y el interés por marcas *premium* en todas las categorías será el principal factor que impulse el sector. Las empresas de bienes de consumo básicos poseen el perfil empresarial más estable, con fuerte generación de tesorería y balances saneados.

### Perspectivas

Tras permanecer varios meses en un rango estable, la inflación encadenó alzas que generaron incertidumbre sobre la trayectoria futura de los tipos de interés. Si bien hasta hace un mes el consenso era decididamente que los tipos de interés habían tocado techo, la inquietud ante una prolongación de tipos más altos provocó una corrección del mercado en el mes. Los resultados del primer trimestre fiscal de 2024 indican crecimiento constante, con una mejora significativa de los márgenes a medida que empieza a surtir efecto la moderación de los precios de insumos y costes. Las valoraciones siguen por encima de la media, pero la estabilidad macroeconómica y las buenas perspectivas de crecimiento de los beneficios sostendrán la dinámica futura. Los mayores niveles de utilización de la capacidad productiva están permitiendo la recuperación gradual de la inversión en capital del sector empresarial, lo que respaldará la inversión pública y contribuirá a impulsar el crecimiento.

### El crecimiento se está acelerando y seguirá impulsando el mercado bursátil

El PIB real creció el 7,8% en el 1T24 (4T23: 6,1%), impulsado por aumentos del 8% en la formación bruta de capital fijo (4FY23: 8,9%) y del 6% en el consumo privado (4FY23: 2,8%). El gasto público corriente se contrajo un 0,7% (4T23: +2,3%). Por el lado de la producción, el valor añadido bruto (VAB) aumentó un 7,8% en el 1T24 (4T23: 6,5%), gracias principalmente al crecimiento del 10,3% del sector servicios (4T23: 6,9%). La inversión contribuyó positivamente al crecimiento y el consumo privado mantuvo su robustez, ayudando a compensar la debilidad del sector exterior, reflejada en una fuerte contracción de las exportaciones en términos reales.

El Comité de Política Monetaria mantuvo la previsión de crecimiento del PIB real de la India para el ejercicio presupuestario 2023-24 en el 6,5% y expresó su satisfacción por el crecimiento interno, impulsado por unos balances empresariales saneados, la normalización de las cadenas de suministro y la continua atención del Gobierno a la inversión en capital, sin dejar de señalar los riesgos derivados de la fragmentación geoeconómica y la debilidad de la demanda externa.

### Reformas

El organismo regulador de los mercados de capitales, la Securities and Exchange Board of India (SEBI), se halla en una «fase temprana» de evaluación de la normativa sobre captación de clientes por intermediarios. El objetivo es simplificar el proceso, sobre todo para pequeños inversores. El Gobierno de la India ha facilitado a los exportadores acogerse a un programa de autorización previa que permite la libre importación de materiales básicos. Esto, en un contexto de caída de las exportaciones de mercancías, que en junio disminuyeron por quinto mes consecutivo como consecuencia del descenso de la demanda en Occidente y China.

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

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,5%)

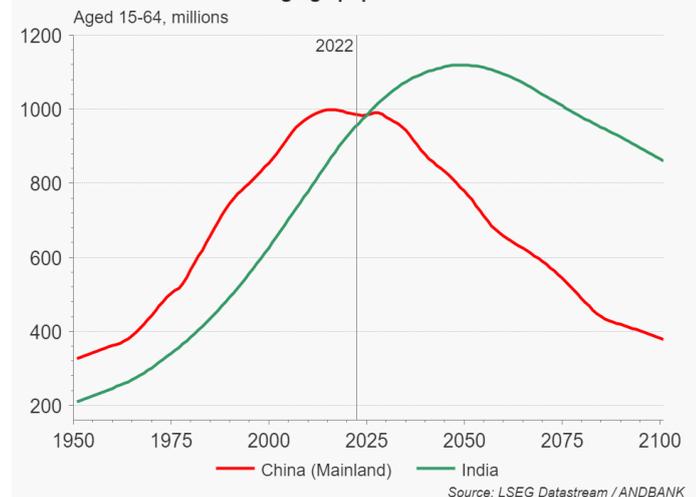
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 84)

India Datastream index Price Earnings Ratio



China vs India: Working-age population



India broad effective exchange rates





## VIETNAM

**Mantenemos un *stance* fundamental favorable, aunque la actual divergencia de política monetaria con occidente pudiera dar lugar a flujos de salida y volatilidad en el Fx.**

### Novedades sobre el paquete de estímulo 2022-2023

El Comité Permanente de la Asamblea Nacional evaluó la ejecución del paquete de estímulos de 2022-2023 y por fin, tras 18 meses en aplicación, tuvimos información sobre su intensidad y eficacia. A fecha de junio de 2023 el desembolso efectivo se estimaba en 92,8 billones de dong (el 31% del plan), una ejecución increíblemente lenta si consideramos lo desembolsado al cierre de 2022 (61 billones de VND, el 20,2% del plan). El grueso de los desembolsos procede de recortes y aplazamientos fiscales (60,2 billones de VND). Algunos programas de tramitación sencilla han ido a buen ritmo, como las ayudas al alquiler para trabajadores o la política de refinanciación del Banco Vietnamita de Políticas Sociales. En cambio, los desembolsos en el marco del paquete de estímulos en infraestructuras o el programa de bonificación de intereses fueron muy inferiores a lo esperado. En apoyo a infraestructuras se han desembolsado 24,2 billones de VND, es decir, el 15% del plan y, hasta la fecha, sólo se han desembolsado 500.000 millones de VND de la subvención de intereses. Dada la lenta ejecución del plan de estímulo (que expira a finales de 2023) es improbable que se produzca el desembolso total en el cuarto trimestre. Estaremos atentos a destinos alternativos para la financiación no dispuesta, sea su conversión en otros paquetes o una prórroga del plan, que pudieran proponerse antes de la próxima sesión de la Asamblea Nacional en octubre-noviembre de 2023 o durante la misma.

### Noticias sobre la reunión del Gobierno con grandes empresas estatales

El Gobierno se reunió con grandes empresas con participación estatal para abordar medidas de promoción del crecimiento y el apoyo de la política monetaria en términos de acceso al crédito, que sigue siendo el principal punto de debate. En Vietnam hay 676 empresas públicas (478 de ellas íntegramente participadas por el Estado), cuyos activos se estiman en 156.400 millones de USD. Esto equivale al 23,4% de los activos fijos nacionales y la inversión financiera a largo plazo en el país, con una media estimada de ROA y ROE del 6% y 13%, respectivamente. En 2023 el Gobierno estimaba que los ingresos de las empresas públicas rondarían los 57.600 millones de USD, y que se destinarían 5.300 millones de USD de beneficios a reponer las arcas del Estado. De hecho, las pérdidas totales de las empresas públicas (posiblemente, de EVN o Vietnam Airlines) rondarán los 1.710 millones de USD. Todas estas cifras son algo mejores que el plan de 2023 (mejorándolo un 4%-7%). Aunque a corto plazo no han sido muchas las nuevas medidas para las empresas públicas, a largo plazo el Primer Ministro sugirió que el Gobierno estaba estudiando seriamente invertir en nuevos segmentos de tecnología o energía como los semiconductores o el hidrógeno.

### Entorno monetario

El gobernador del banco central (SBV) dedicó un momento a aclarar mejor la postura del SBV. Sobre el debate en curso acerca de la asignación por el banco central de límites de crédito a cada banco comercial caso por caso, explicó que sus manos estaban atadas y que el banco central nada podía hacer al respecto. En los 8 meses del año transcurridos hasta el 28 de agosto, el crecimiento de los depósitos en los bancos miembros ascendía al 4,65% (en VND: +6,47%; en divisas: -14,39%) y, el del crédito, al 5,16% (denominado en divisas: +14,24%).

### El SBV busca un tipo de cambio estable para el VND

En el debate sobre el tipo de cambio y sobre si la gestión activa del VND debería permitir su depreciación para apoyar las exportaciones, la postura del SBV es que las medidas de política cambiaria no se dirigen específicamente a ningún grupo de empresas, sino que las decisiones monetarias han de tener carácter general y tener en cuenta una diversidad de sectores. Dado que la balanza comercial de las empresas vietnamitas era deficitaria en 30.000 millones de USD en 2022, el SBV considera que un VND más débil perjudicaría, más que ayudaría, a esas empresas. Y para los inversores extranjeros, en opinión del SBV, un VND estable es mejor que uno volátil, por lo que para el banco central, dados los factores mencionados, la senda de una mayor depreciación no se consideraría una decisión racional.

### El marco macroeconómico se mantendrá estable, residiendo el riesgo en que la política monetaria pudiera desincronizarse

La economía vietnamita registró una tasa de crecimiento del 3,7% en el primer semestre de 2023, la más baja dentro de su reciente trayectoria positiva. El PIB, que en el primer trimestre creció un 3,3%, lo hizo un 4,1% en el segundo, impulsado por las ágiles políticas de apoyo, que incluyeron cuatro recortes de tipos de interés (que acumulan 150 pb desde marzo). La cuestión, con todo, es si Vietnam podrá mantener la laxitud de su política monetaria en el complejo panorama mundial, con los bancos centrales de otros países adoptando medidas en sentido contrario. Pensamos que el apalancamiento de la política monetaria para impulsar la economía podría continuar, sin inducir presiones inflacionistas significativas. En primer lugar, porque la inflación general sólo aumentó un 2,0% interanual en el primer semestre, y se prevé que el IPC medio de 2023 estará entre el 3,5% y el 4% interanual. En segundo lugar, porque la demanda de préstamo y la oferta monetaria total siguen débiles, con sendas expansiones del crédito total y del agregado monetario M2 en lo que va de año de apenas el 4,7% y 3,2%, cifras que subrayan la necesidad de mecanismos de incentivos. Los flujos procedentes del comercio y, sobre todo, la inversión extranjera directa (IED) continúan firmes. La eficacia de la diplomacia vietnamita en materia de IED es notoria, con varias visitas de alto nivel de socios clave en el primer semestre, entre ellas 50 grandes empresas de EE.UU. y 200 de Corea. Los riesgos para este mercado residen en que la sincronización con la política monetaria mundial es crucial para una recuperación económica sostenible. Siendo así, dado que los principales bancos centrales del mundo siguen manteniendo una política restrictiva, la divergencia de la política vietnamita podría inducir volatilidad cambiaria en el corto plazo y, con ello, algunas salidas de capital.

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

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

	Plan (VND bn)	YTD Disbursement (VND bn)
<b>Total</b>	<b>347,000</b>	<b>92,800</b>
Tax cuts/deferral	70,000	60,201
Rental support for workers	6,600	3,679.3
<b>Infrastructure support</b>	<b>176,000</b>	<b>24,281</b>
Interest subsidy scheme from VBSP for targeted borrowers	20,000	19,090
<b>Interest subsidy scheme for targeted sectors</b>	<b>40,000</b>	<b>500</b>

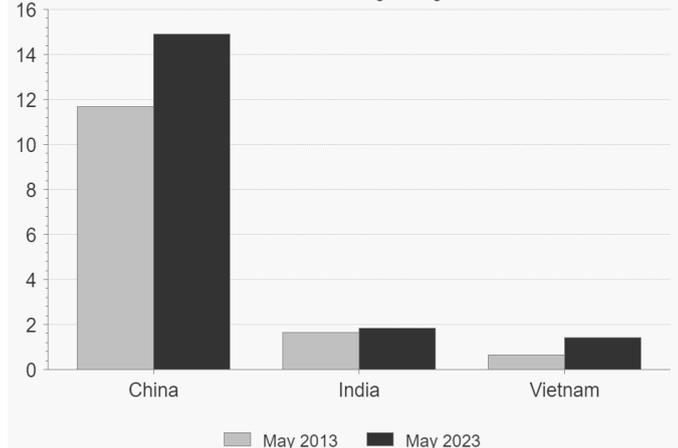
Source: Government website



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

### China, India and Vietnam exports

Per cent of world total, twelve-month moving averages



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# ISRAEL

## A la espera de que los políticos tomen las decisiones correctas

### Política

La crisis política continúa siendo el principal factor al que atienden los inversores en Israel. Daba la impresión de que el Gobierno paraba los cambios en el sistema judicial, pero en realidad la coalición gobernante sigue impulsándolos. Además, los compromisos de la coalición implican asignaciones presupuestarias a sectores no productivos (principalmente, la población religiosa) y financiar subvenciones cuya contribución a la economía es insignificante, por no decir nula.

Los inversores están ahora pendientes de la evolución de la situación política y, hasta tanto la crisis no se resuelva, parece que el mercado lo tendrá difícil para levantar cabeza. Según la prensa local, el Primer Ministro Benjamin Netanyahu se habría reunido con una delegación de la agencia de crédito Moody's Investors antes de la actualización de la calificación soberana de Israel, prevista para octubre, después de que la agencia indicara hace unos meses que la reforma judicial podría perjudicar a la economía.

### Coyuntura macroeconómica

El efecto de la crisis política se manifiesta principalmente en el debilitamiento del shekel, que se depreció casi un 8% frente al dólar y el euro. Aunque el dólar se apreciara frente a la mayoría de divisas del mundo, en los últimos años el shekel había mantenido el tipo incluso en los periodos en que el dólar despuntaba en los mercados de divisas, atribuyéndose la fortaleza del shekel a una balanza de pagos superavitaria y a las abultadas reservas de divisas. La debilidad actual del shekel es una de las razones por las que pensamos que el Banco de Israel, que puede volver a subir tipos de aquí a finales de año, dejará en un futuro próximo los tipos de interés en sus altos niveles actuales (4,75%). Por otra parte, el índice de precios al consumo subió 0,5 pp en agosto (+4,1% interanual), por encima de la previsión de 0,4 pp y del objetivo del banco central de una inflación anual entre el 1% y 3%. Los principales aumentos del mes se registraron en transporte (+1,8%), cultura y ocio (+1,3%) y mantenimiento del hogar (+0,7%). Esto hace más probable que los tipos de interés se mantengan altos durante bastante tiempo.

Los elevados tipos de interés empiezan también a afectar al mercado inmobiliario: el número de transacciones es este año aproximadamente un 60% inferior al del año pasado, lo que podría acentuar la ralentización de la economía.

Otra fuente de incertidumbre es lo que pueda ocurrir con el presidente del banco central. El gobernador del Banco de Israel, Amir Yaron, cuyo mandato finaliza a finales de este año, y el Primer Ministro Netanyahu acordaron anunciar una decisión sobre la posible continuidad de Yaron para un segundo mandato de cinco años. Esto ocurrirá al final de las festividades judías, alrededor del 7 de octubre. Hay que tener en cuenta que Yaron se ha manifestado públicamente en contra de la reforma judicial promovida por el Gobierno.

### Renta fija

Al igual que en la mayoría del mundo, en el mercado de renta fija israelí han surgido buenas oportunidades de inversión, si bien los mercados de deuda pública y de deuda corporativa han de abordarse separadamente. En el caso del primero, la curva de rendimientos sigue invertida, lo que a nuestro juicio no refleja el mayor riesgo de la economía. Siendo así, recomendamos bonos cuya duración no supere los dos años. El rendimiento del bono a 1 año es ahora del 4,75%, frente al 3,98% del bono a 10 años. Por otro lado, en el mercado de bonos de empresa existen numerosas oportunidades con atractivos perfiles de rentabilidad-riesgo. Por ejemplo, los bonos corporativos con calificación A+ y superior para un periodo de 3,5 años rinden un 5,5%, lo que implica un diferencial de 1,5 pp sobre los bonos del Estado. Los bonos corporativos son nuestra inversión preferida en el mercado de renta fija.

### Renta variable

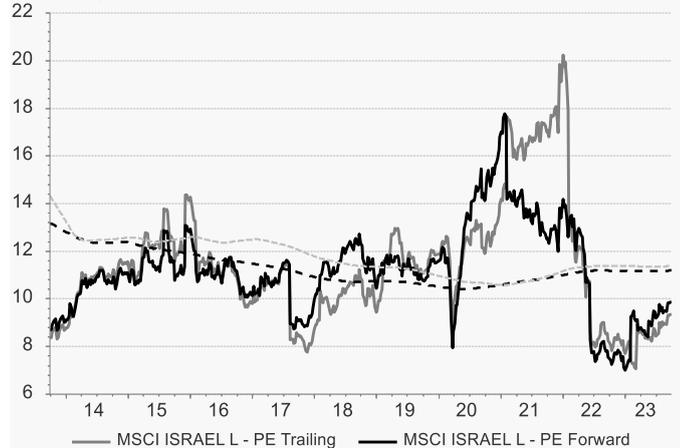
El índice Tel Aviv 125 se ha revalorizado un 3,3% desde principios de año. Cabe señalar que se ha debido principalmente a la contribución del sector del gas y el petróleo, que ha ganado este año aproximadamente un 45%. Por su parte, el índice bancario aportó un aumento próximo al 10%. En nuestra opinión, mientras no se resuelva la crisis política debería sobreponderarse el sector bancario, ya que seguirá beneficiándose de los elevados tipos de interés. También nos inclinamos por empresas exportadoras, sobre todo en los campos de seguridad, infraestructuras y logística. Por el momento estamos evitando empresas cuya actividad principal se desarrolle en la economía nacional, como es el caso del comercio minorista.

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

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL  
 Deuda soberana (bono 10 años): INFRAPONDERAR  
 Deuda corporativa: NEUTRAL  
 Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral a TCER

Israel price-to-earning ratio

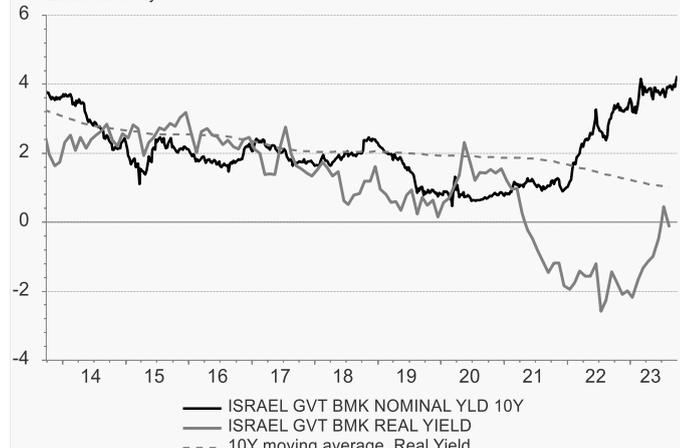
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel

Spot & REER



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## El ciclo de recorte de tipos ha comenzado

### Por fin ha llegado...

Agosto trajo buenas y malas noticias. El 3 de agosto, el Banco Central de Brasil (BCB) inició el esperado ciclo de bajada de tipos, con dos recortes de 50 pb que llevaron el tipo de referencia del 13,75% al 12,75%. Dado que el mercado había anticipado la reducción de tipos unos meses antes de la decisión, los activos se depreciaron tras el anuncio de la institución monetaria. El cruce USD/BRL reflejó una depreciación del 3,80% del BRL frente al USD y el Ibovespa perdió un 5,09%, al tiempo que los bonos a largo plazo vinculados a la inflación se dejaron un 1,27% en el mes. Esta evolución contrasta con la rentabilidad del mercado de valores de abril a julio, en los que el Ibovespa ganó un 19,7%, el real se revalorizó un 6,7% y los bonos a largo plazo vinculados a la inflación lo hicieron un 11,7%. Las noticias internacionales, especialmente de EE. UU. y China, explican una parte importante de esta corrección, que era de esperar tras el fuerte aumento de los activos impulsado por la aprobación del nuevo marco presupuestario. Los mercados sugieren que el ciclo de relajación debería durar unos 12 meses, con los tipos en torno al 12% hacia finales de 2023 y al 9% para 2024. Los mercados suelen mostrar dinamismo durante las fases de relajación monetaria y en esta ocasión no tiene por qué ser diferente. En nuestra opinión agosto no fue más que una pequeña corrección en un ciclo de mercado alcista.

La inflación se aceleró en agosto menos de lo previsto: los precios al consumo subieron un +4,61% interanual y la inflación aumentó un +0,23%. Aun así, la inflación anual se ha acelerado dos meses consecutivos al registrar la economía un crecimiento sorprendentemente sólido.

### Las cuestiones fiscales siguen dominando la actualidad

Con el marco fiscal aprobado, el Ministerio de Economía se centra en conseguir los votos necesarios para que la reforma fiscal federal logre la aprobación del Congreso. Tras la primera votación en la cámara baja, el Senado está analizando el proyecto en este momento. Se trata de un proceso en el que hay que hablar persona por persona: Haddad o miembros clave de su personal se están reuniendo con los senadores y sus equipos para explicarles la importancia de que el proyecto de ley se apruebe tal y como fue diseñado.

Siguiendo con temas fiscales, el Ministerio de Economía presentó otros dos proyectos de ley para mantener el equilibrio presupuestario en 2024: uno para gravar las inversiones en otras jurisdicciones y otro para rescindir una ventaja fiscal por impuestos diferidos para los fondos de tipo cerrado. Según la prensa, el Gobierno espera recaudar cerca de 45.000 millones de reales (unos 9.000 millones de USD) en los próximos tres años. Estos cambios eran necesarios, porque Lula ya había firmado otros proyectos de ley relacionados con promesas de campaña: uno que garantiza ajustes por encima de la inflación al salario mínimo de Brasil y otro para aplicar una corrección a los tramos impositivos para las personas físicas (una medida que llega con mucho retraso, por cierto, ya que los tramos no se habían deflactado desde 2016).

### Otros asuntos significativos

En la primera semana de septiembre el Congreso actuó con celeridad para aprobar una mini reforma electoral que, en el mejor de los casos, parece turbia. Con la excusa de garantizar el transporte público gratuito para los votantes en futuras elecciones, el Congreso permitió mayor discrecionalidad en el gasto de los fondos electorales, al tiempo que redujo la supervisión y la transparencia electoral en general. El proyecto de ley se aprobó en la cámara baja, y ahora pasa al Senado y luego al Presidente Lula para su firma. Lo llamativo fue que todo se hizo en menos de un mes. Desde la creación del grupo de trabajo hasta la aprobación hubo muy poca resistencia en el Congreso y el proyecto se aprobó por abrumadora mayoría (367-87 votos).

Otro tema de interés en Brasil sigue siendo la investigación sobre los disturbios del 8 de enero en la Praça dos Três Poderes, en Brasilia. La comisión de investigación está a punto de concluir su mandato, pero se habla de solicitar una prórroga para intentar aclarar el asunto. Si se pone fin a la comisión tal y como estaba previsto en un principio será muy improbable que se exijan responsabilidades a algún político o militar. En cuanto a los civiles que asaltaron los edificios públicos, el Tribunal Supremo condenó al primero de ellos por delitos relacionados con sedición, asociación delictiva y daños a la propiedad. Esa persona publicó videos suyos en el Senado en los que pedía a la población «salir a la calle». Se le declaró culpable por 8 contra 3 y se le condenó a 17 años de prisión. Los expertos en Derecho penal opinan que la pena impuesta es excesiva, si bien resulta fundamental enviar un mensaje contundente sobre no atentar contra las instituciones democráticas. Quedan unas 250 personas que irán a juicio por los mismos cargos.

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

Renta variable (Ibovespa): NEUTRAL

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

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 7%; dif.: 300 pb)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

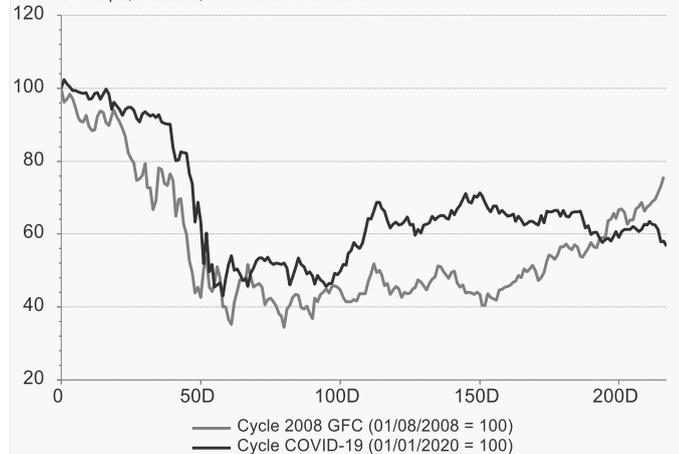
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

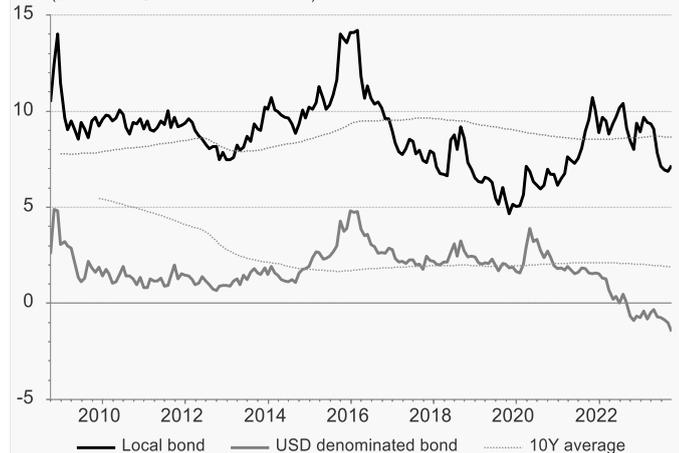
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

# MÉXICO

## Aumenta el déficit público en el último año de AMLO, lo que apunta a un posible final de la austeridad fiscal

### Banco central

Banxico mantuvo su tipo de referencia en 11,25%, revelando en su último comunicado unanimidad en la Junta de Gobierno en que no se espera un recorte del tipo de referencia en un futuro próximo. En su comunicado la institución afirma que el tipo real *ex ante* a corto plazo se encuentra en un nivel elevado tras las últimas subidas, lo que lo sitúa en un nivel restrictivo respecto al pasado. Por otra parte, las estimaciones de inflación a medio y largo plazo del consenso de analistas y las elaboradas por el propio banco central han aumentado en los últimos 2 meses.

### Inflación y actividad

Los últimos datos de inflación (agosto) se mantuvieron muy cerca de las estimaciones de los analistas, con un aumento de la inflación general del +4,64% interanual (+4,79% interanual en julio), mientras que la subyacente aumentó un +6,08% interanual (frente al +6,11% interanual esperado y el +6,64% interanual de julio). Se prevé que la inflación cerrará el año en torno al nivel actual o ligeramente por encima, cerca del +5% interanual para la inflación general y en torno al +5,25% interanual para la subyacente. A largo plazo (horizonte a 4 años), la previsión ha pasado de cerca del 3,5% a casi el 4%. En cuanto a la dinámica de la economía, los últimos informes muestran que se mantiene una tendencia positiva con buenos datos de producción industrial e inversión, esta última impulsada por el gasto público en obras públicas, así como por las perspectivas positivas debido al aumento de la «relocalización». Las exportaciones también mantuvieron su dinamismo.

### Presupuesto de 2024

El Ministerio de Economía presentó en el Congreso el presupuesto económico para 2024. Los ingresos de la Federación deberán aprobarse por ambas cámaras antes de que termine octubre, y la Cámara de Diputados tendrá que hacer lo propio antes del 15 de noviembre con el presupuesto para el gasto público. Es probable que la propuesta del Ejecutivo se apruebe sin muchos cambios considerando la mayoría que el partido del presidente de la República (*Morena*) tiene en el Congreso. Para su elaboración, las principales hipótesis macroeconómicas utilizadas fueron las siguientes: i) crecimiento del PIB: 2023 +3% (en línea con las estimaciones del mercado), manteniendo la tasa de crecimiento para 2024 a pesar de que el sector privado prevé un crecimiento del 1,6%, más en línea con un escenario de *aterrizaje suave* en Estados Unidos; ii) inflación: 2023 en línea con la mediana de previsiones de las principales encuestas, pero el nivel esperado para 2024 es 20 pb inferior a la media del 4% prevista por los analistas; iii) tipo de cambio: 17,30 para finales de este año y 17,60 para el próximo; iv) petróleo: para el próximo año se calcula un precio medio del petróleo de exportación de 56,7 USD/barril, nivel inferior en unos 30 dólares al actual (83,85 a 9 de septiembre) e incluso inferior al precio medio del año hasta finales de agosto, de 68,3 USD/barril. La producción total se estima en 1.983.000 barriles diarios, con exportaciones de 994.000 barriles diarios.

El presupuesto propone un incremento del déficit presupuestario del 3,3% este año al 4,9% del PIB en 2024, el mayor déficit en 36 años. Para afrontarlos, la Ley de Ingresos de la Federación de 2024 (LIF2024) solicita un techo para la deuda interna neta del Gobierno federal de 1,99 billones de pesos. Por último, pero también importante, se mantendrá el apoyo a Pemex, que recibirá una transferencia de 145.000 millones de pesos (8.300 millones de USD) y se reducirá su carga fiscal para ayudar a afrontar los pagos de su abultada deuda. La reducción del Derecho de Utilidad Compartida (DUC) pasará del 40% al 35%. No se descartan anuncios adicionales a lo largo del año.

### Mercados financieros

**Renta variable.** El índice S&PBVM IPC de México no eludió la aversión mundial al riesgo y perdió un 3,3% en el último mes. En un entorno de expectativas económicas positivas y en el que Banxico parece haber llegado al final de su ciclo de política monetaria, las valoraciones parecen castigadas, y nos parece que aún hay elementos para justificar una recuperación en lo que resta del año para el mercado. Mantenemos el objetivo de 56.000 para final de año y 59.000 para los 12 meses siguientes.

**Renta fija y tipos de cambio.** Seguimos sosteniendo que la inflación disminuirá entre los últimos meses de 2023 y principios de 2024, bien que con lentitud, sobre todo en el caso de la inflación subyacente. Elevamos el objetivo para el diferencial de la deuda en moneda local en 550 puntos básicos debido al efecto del riesgo que entraña el aumento del déficit presupuestario, la probabilidad de una recesión económica en 2024 y el arranque del proceso electoral para las elecciones presidenciales del próximo año. En cuanto a los bonos en dólares, mantenemos el nivel previsto de 175 pb, pero prevemos un entorno posiblemente volátil por las mismas razones de riesgo que afectan a los bonos en pesos.

El peso sigue siendo una de las divisas más fuertes frente al dólar, aunque a finales de agosto sufrió una importante depreciación (5%), pasando de 16,74 a 17,71 unidades por dólar el 7 de septiembre, para caer luego al nivel actual de 17 pesos por dólar. Hemos revisado a la baja el objetivo para los próximos 12 meses de 19 a 18,50 pesos por dólar.

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

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOPREPONDERAR (rend. obj.: 9,00%; dif.: 500 pb)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rend. obj.: 5,75%; dif.: 175 pb)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,00)

Mexico MSCI Index price-to-earning

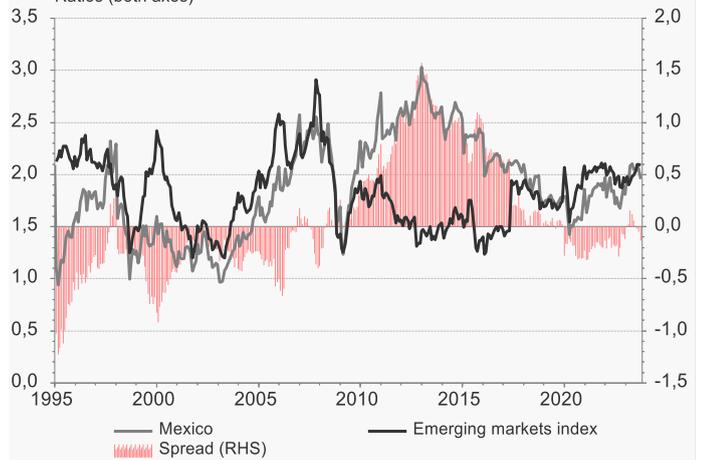
Trailing & Forward PE



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

Mexico price-to-book ratio

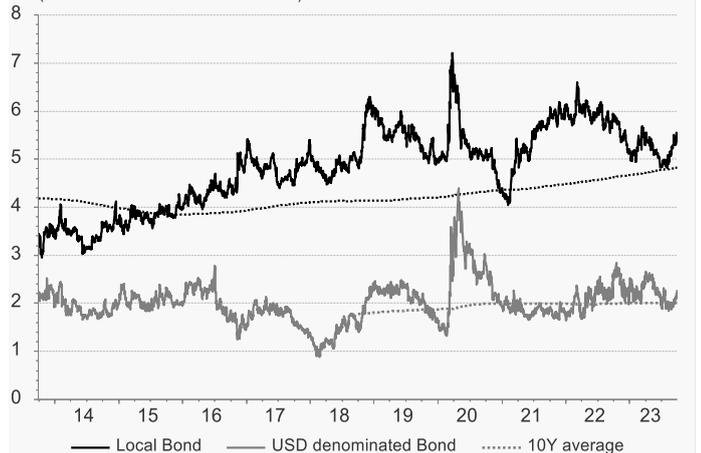
Ratios (both axes)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK

MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)



Fuente: LSEG Datastream / ANDBANK



# ARGENTINA

## ¿Logrará Javier Milei la hazaña?

### Política: Milei se convierte en el principal candidato tras las elecciones internas

La jornada de las elecciones primarias deparó no pocas sorpresas. Las dos principales fueron el voto, que batió las expectativas, al candidato liberal Javier Milei, y los resultados deprimentes de la coalición opositora *Juntos por el Cambio* (JxC). Milei obtuvo el 29,9% de los votos válidos, muy por encima del 18%-20% que indicaban los sondeos preelectorales, lo que le convirtió en el candidato más votado y permitió a su fuerza política, *La Libertad Avanza* (LLA), liderar las primarias. Por otro lado, JxC obtuvo el 28% de los votos, significativamente por debajo del 35% que pronosticaban las encuestas. Dentro de esta coalición Patricia Bullrich (16,8% de los votos) se impuso con clara ventaja sobre Horacio Rodríguez Larreta (11,2%). Pasando al partido en el Gobierno, *Unión por la Patria* (UP), Sergio Massa, como se esperaba, fue el claro vencedor (21,4% de los votos frente a 5,85% de Juan Grabois). El porcentaje de participación se acercó al esperado en el sondeo anterior (27,3% frente a 29%-30%).

Con estos resultados tenemos a las tres fuerzas separadas por poco más de un par de puntos. En las últimas encuestas Milei sigue en cabeza igualado con el segundo, lo que hace muy difícil predecir lo que pueda ocurrir. Cabe señalar que, para que un candidato sea elegido presidente y vencedor en primera vuelta, debe obtener el 45% de los votos válidos o el 40% y una diferencia de 10 puntos con quien haya quedado en segundo lugar. Si esto no ocurre, habrá una segunda vuelta, o desempate, que sería el 19 de noviembre. El debate electoral se ha centrado en la viabilidad de las políticas económicas propuestas por Javier Milei, especialmente la dolarización de la economía y su agresivo plan fiscal. El problema es que para dolarizar sin una corrección brusca del tipo de cambio o una reestructuración de la deuda en ARS se necesitarían entre 40.000 y 50.000 millones de USD, en un momento en el que el ratio deuda/PIB es muy elevado y en el que ya se ha recurrido al FMI en el pasado, lo que hace poco probable que el organismo acceda a aumentar su exposición a Argentina. A lo anterior hay que añadir la falta de mayorías de Milei en el Congreso para promover medidas disruptivas.

Otro hecho importante de carácter político fue la pérdida por el peronismo de dos provincias, Santa Fe y Chaco. En la provincia de Santa Fe, una de las más importantes de Argentina, Maximiliano Pullaro, candidato de JxC, se convertirá en gobernador tras imponerse al aspirante peronista Marcelo Lewandowski, con el 58,4% de los votos frente al 30,9% del segundo. En Chaco, el candidato de JxC, Leandro Zdero, también obtuvo una victoria frente al gobernador en funciones, Jorge Capitanich, con un 46,2% de los votos frente al 41,7% del actual gobernador, poniendo fin a 16 años de gobierno del peronismo.

### Tras las elecciones: gastemos y ya veremos...

Al día siguiente de las elecciones primarias el banco central llevó a cabo una devaluación del 18% del tipo de cambio oficial (que pasó de 287 a 350 USD/ARS) y también anunció que este se mantendría intacto hasta las elecciones presidenciales de octubre. La institución monetaria también realizó una subida récord de los tipos de interés del 20%, llevando el tipo de referencia al 118% (tipo efectivo anual del 208,2%). En un intento por mitigar la pérdida de poder adquisitivo tras la devaluación y mejorar la captación de voto tras el fracaso de agosto, el Gobierno ha impulsado una serie de medidas que pueden erosionar aún más el resultado fiscal y empeorar la situación inflacionista. El más destacado es el aumento de la base imponible mínima del impuesto sobre la renta, que pasará de 700.000 ARS a 1.770.000 ARS mensuales (2.600 USD aproximadamente), lo que beneficiará a unos 800.000 trabajadores, según las estimaciones oficiales. El Gobierno también anunció un pago único de 60.000 ARS (90 USD aprox.) para los trabajadores privados y estatales y de 37.000 ARS (55 USD aprox.) para los jubilados y pensionistas. Por último, congelará las tarifas residenciales de electricidad y gas durante los próximos dos meses y los precios de los carburantes y medicamentos hasta el 1 de noviembre. Según estimaciones de consultoras argentinas, estas medidas, unidas a la pérdida de ingresos por menores impuestos a las exportaciones debido a la sequía, podrían llevar el déficit presupuestario primario al 3,5% del PIB.

### Inflación: coqueteando con la hiperinflación

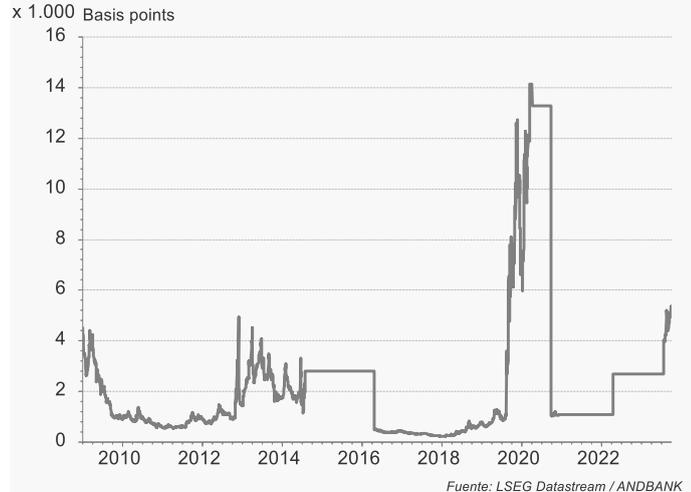
La inflación mensual fue del 12,4% en agosto, por encima de las expectativas del mercado y casi el doble de la cifra de julio (+6,3%); con este dato, el IPC aumentó un 124,4% en base anual. Esta es la primera publicación del IPC tras la devaluación del 18% de agosto y no sería ninguna sorpresa que septiembre trajera consigo otra cifra igual o superior al 10%. Desglosando el IPC por componentes, la inflación subyacente ascendió al 13,8% en el mes, los productos estacionales se encarecieron un 10,7% y los precios regulados subieron el 8,3%. El sector de alimentación y bebidas fue el que más repercutió en el índice, con un aumento del 15,6%, seguido de sanidad (+15,3%) y de equipamiento y mantenimiento del hogar (+14,1%).

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

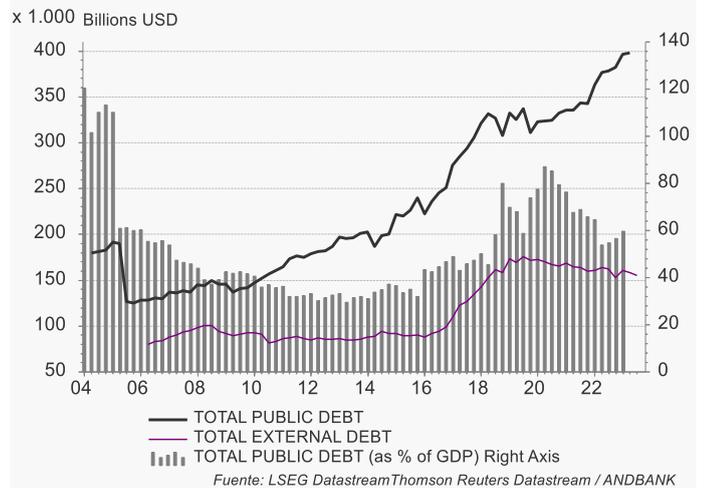
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2023: 550)

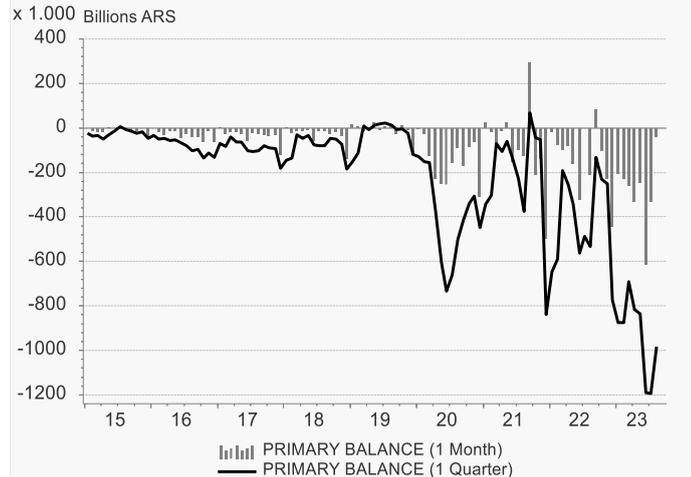
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

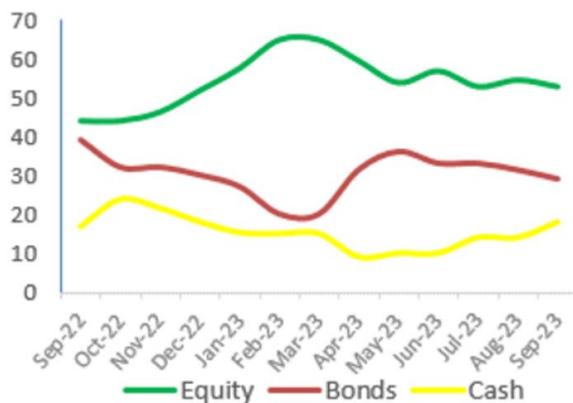
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Projected EPS 2023	Projected EPS 2024	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2023	Implicit PE (12m fwd)	E [PE] fw At year end	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	E[Perf] to Strong Buy Point	Recommend ed Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	220,0	242,0	236	-2,2%	18,09	16,50	4.274	3.899	-8,8%	<b>UW-MW</b>	5.068
Europe - Stoxx Europe 600	32,5	32,5	32,5	1,6%	13,81	13,00	449	423	-5,9%	<b>UW-MW</b>	507
Euro Zone - Euro Stoxx	31,0	31,0	31	6,9%	14,15	13,00	439	403	-8,1%	<b>UW-MW</b>	484
Spain IBEX 35	850,0	900,0	887	14,1%	10,60	12,00	9.406	10.644	13,2%	<b>MW-OW</b>	11.708
Mexico IPC GRAL	4.225	4.200	4.207	11,8%	12,15	13,50	51.108	56.788	11,1%	<b>OW</b>	62.467
Brazil BOVESPA	17.816	17.816	17.816	0,0%	6,41	6,75	114.193	130.000	13,8%	<b>MW</b>	143.000
Japan NIKKEI 225	1.975	1.925	1.938	7,0%	16,70	18,00	32.372	34.884	7,8%	<b>OW</b>	38.373
China SSE Comp.	310,0	315,0	314	12,7%	9,91	9,50	3.107	2.980	-4,1%	<b>UW</b>	3.278
China Shenzhen Comp	120,0	132,0	129	18,8%	14,76	14,75	1.902	1.901	-0,1%	<b>UW</b>	2.091
India SENSEX	3.151	3.623,7	3.501	17,6%	18,88	21,00	66.088	73.513	11,2%	<b>OW</b>	80.865
Vietnam VN Index	120,0	144,0	138	20,0%	8,38	10,00	1.154	1.378	19,4%	<b>OW</b>	1.515
MSCI EM ASIA	42,0	42,0	42	5,0%	12,06	14,00	507	588	16,0%	<b>OW</b>	647

ANDBANK ESTIMATES

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

Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)

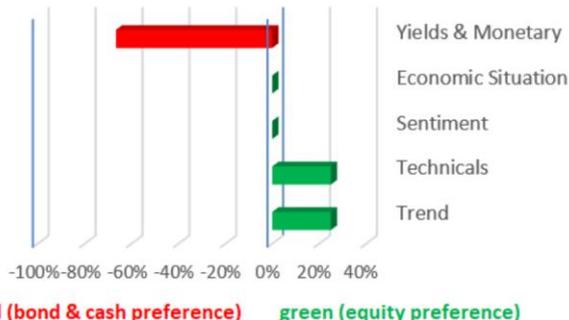


Asignación táctica de activos

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

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)

Equity vs. Bonds Relative Strenght by Betalphing 5 Indicators



U.S. SECTOR	Recommended Allocation	Benchmark
Energy	6%	4,6%



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

LSEG STOXX 600 2023Q2 EARNINGS DASHBOARD

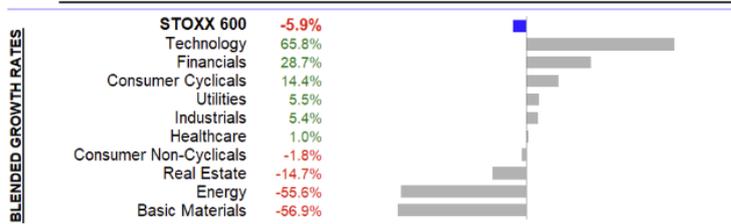
Source: LSEG I/B/E/S

REPORTING ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA

FOR THE LATEST EARNINGS INSIGHT VISIT: <http://lpperalpha.financial.thomsonreuters.com/>

September 26, 2023

STOXX 600 2023Q2 EARNINGS



STOXX 600 2023Q2 REVENUE

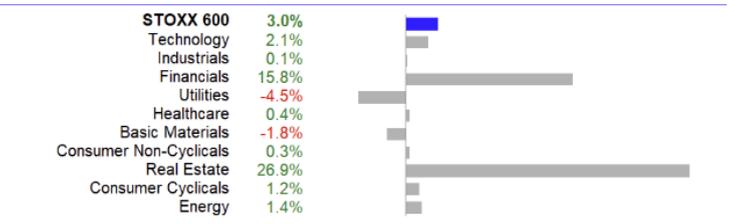
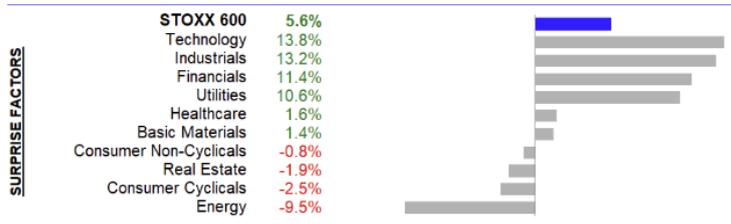
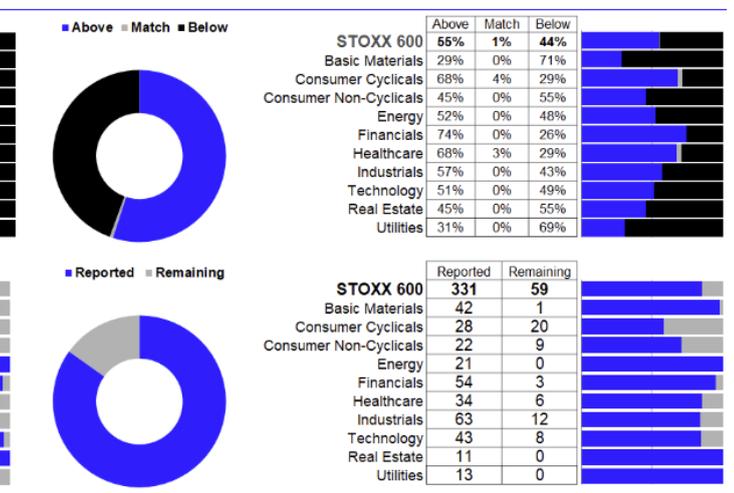
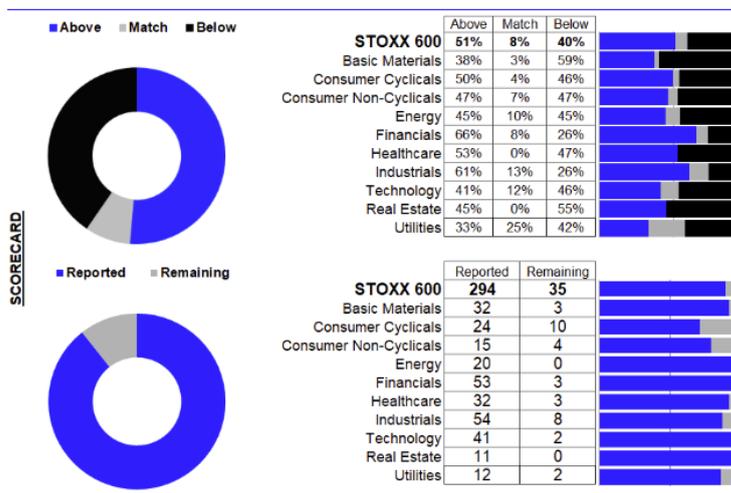
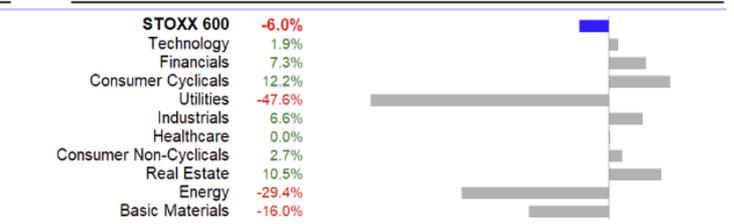
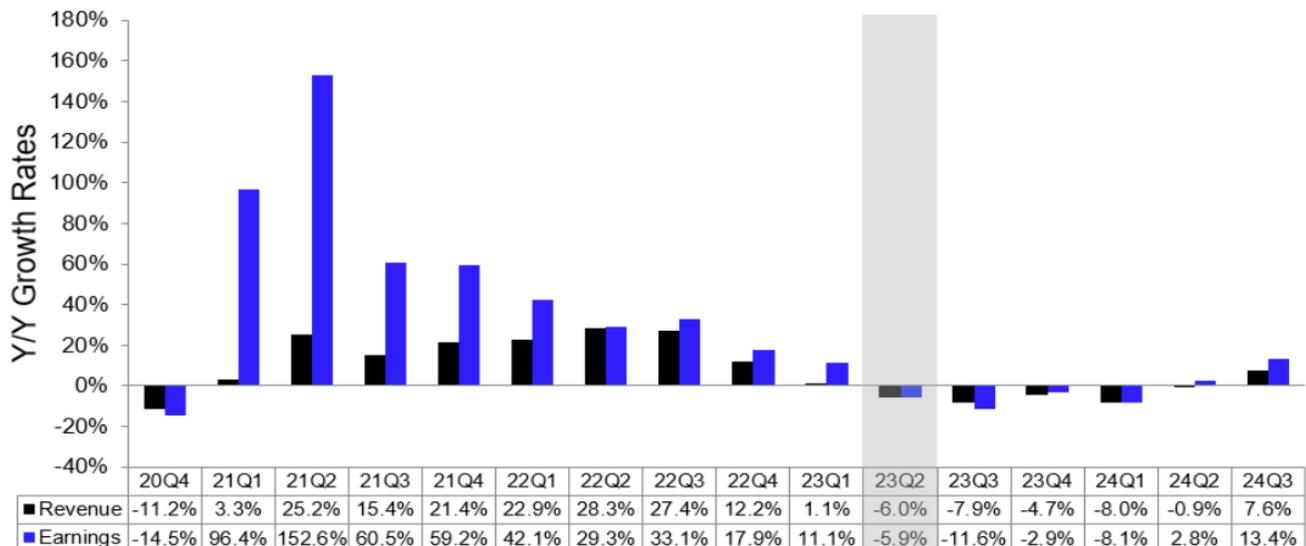


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



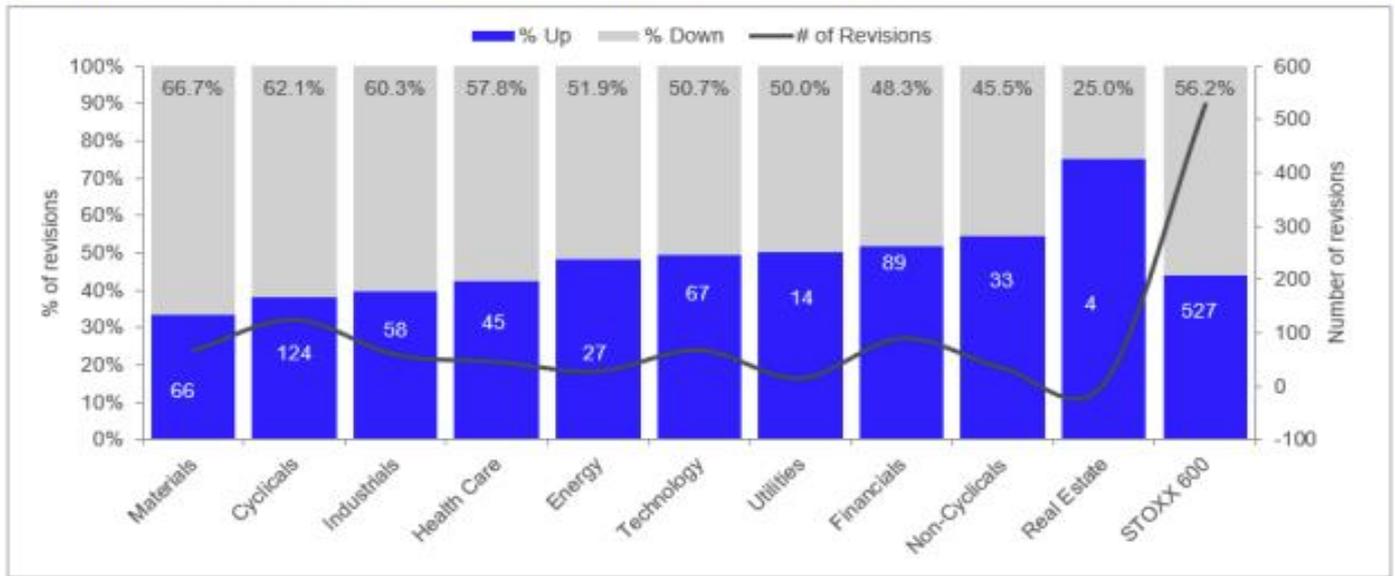
Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

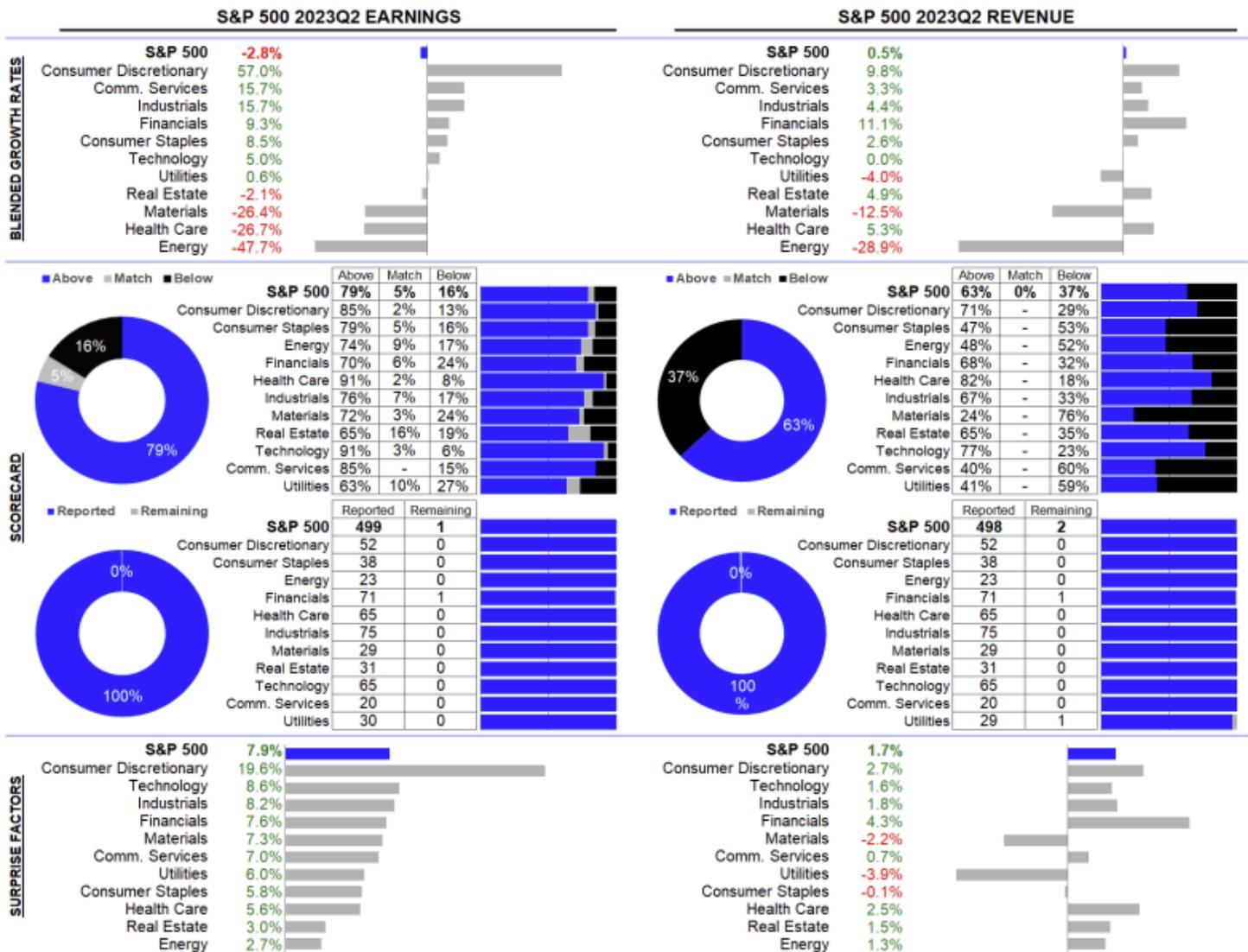


RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

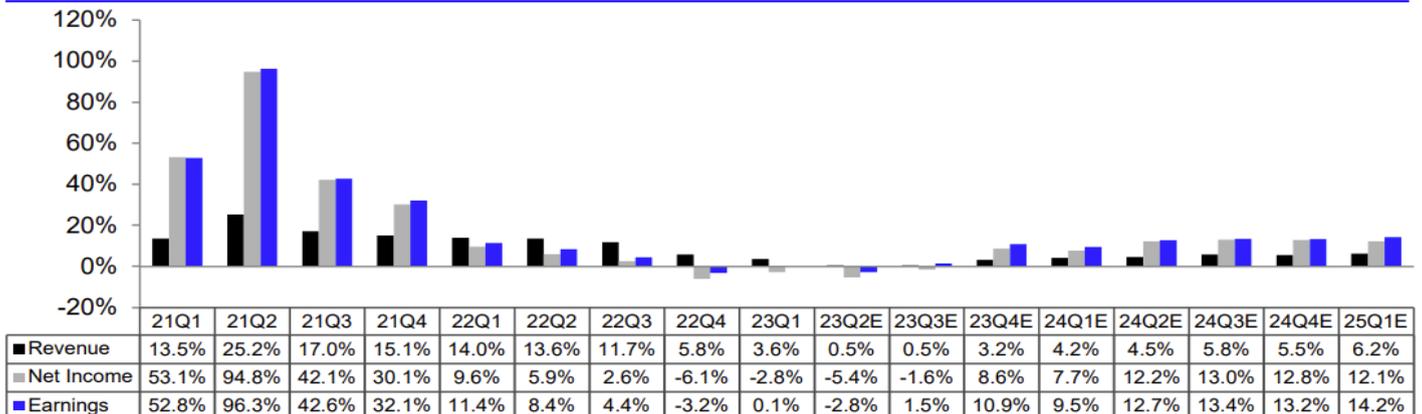
Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2023Q2 S&P 500 Earnings Dashboard



Source: LSEG I/B/E/S

Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



## MATERIAS PRIMAS

Página 17

### ENERGÍA – PETRÓLEO

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

#### **Factores a corto plazo**

**(Factor alcista para el precio) – Varios analistas reiteraron su opinión de que los precios del petróleo se mantendrán más altos durante más tiempo.** Según los analistas de Bank of America, el Brent podría alcanzar este año los 100 dólares/barril en caso de persistir los recortes de oferta de la OPEP+. Para los de Bernstein, el petróleo podría alcanzar ese mismo precio en el cuarto trimestre y mantenerse en el rango de los 80-100 USD/barril hasta 2024, pero sin descartar que pudiera acabar bajando si el mercado volviera a tener excedentes en el caso de que Arabia Saudí aumentase la producción y recuperase los niveles del primer trimestre de 2023.

**(Factor alcista para el precio) – Los recortes en la producción saudí provocan cambios en precios y flujos.** Los importadores asiáticos de petróleo intentan asegurarse el suministro de su crudo preferido (amargo medio) en plenos recortes adicionales de la producción saudí. Esto ha contribuido al encarecimiento de los grados medios (superando incluso las referencias para el dulce ligero). La India acude ahora a Rusia para abastecerse de crudo amargo medio, mientras China aumenta las importaciones procedentes de Brasil y Estados Unidos.

**(Factor alcista para el precio) – El informe mensual de la AIE señala que «la cooperación entre Arabia Saudí y Rusia representa un reto formidable», al tiempo que mantiene el objetivo de demanda para 2023.** El informe de septiembre de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) sobre el mercado del petróleo mantiene sin cambios las estimaciones de la demanda y sigue previendo un crecimiento de 2,2 millones de barriles diarios (Mbpd) en 2023, impulsado por la recuperación del consumo chino (notas de prensa en Platts, Bloomberg, Reuters). El informe señala que la cooperación entre Arabia Saudí y Rusia plantea un «desafío formidable» a los mercados mundiales de la energía, si bien se indica que el crecimiento de la demanda podría ralentizarse bruscamente en 2024 al hacerlo la recuperación económica mundial y al aumentar la eficiencia y la penetración de los vehículos eléctricos.

**(Factor alcista para el precio) – La Casa Blanca y el Departamento de Energía se dirigen a la industria petrolera con miras a garantizar la oferta.** El Departamento de Energía de EE.UU. se ha puesto en contacto con productores de petróleo y refinerías para garantizar un suministro estable de combustibles en pleno repunte de los precios de los carburantes el mes pasado (+10,6%). Después de que Arabia Saudí y Rusia ampliaran los recortes de producción, el gobierno de EE.UU. se puso la semana del 11 de septiembre en contacto con compañías petroleras para comprobar los niveles de inventario e informarse de cualquier cierre previsto en la actividad de las refinerías.

**(Factor alcista para el precio) – California demanda a las grandes petroleras.** Según Reuters, el estado de California ha acusado a las principales compañías petroleras, entre otras Exxon Mobil, Shell y Chevron, de restar importancia a los riesgos asociados a los combustibles fósiles, y ha presentado una demanda contra ellas. Respaldata por el Gobernador Newsom, la demanda afirma que las petroleras han engañado al público y originado decenas de miles de millones en daños y perjuicios.

**(Factor alcista para el precio) – La construcción del oleoducto canadiense Trans Mountain podría retrasarse nueve meses.** Los constructores del oleoducto advirtieron que el proyecto podría retrasarse hasta nueve meses si los organismos reguladores no aprobasen un cambio de trazado. La disputa se centra en que el oleoducto atraviesa territorio indígena, lo que, según el constructor, evitaría importantes retrasos y aumentos significativos de los costes.

**(Factor bajista para el precio) – El Departamento de Estado de EE.UU. notifica al Congreso que descongela 6.000 millones de USD en activos iraníes.** El Secretario de Estado de EE.UU., Blinken, informó ayer al Congreso de que la administración Biden ha autorizado levantar las sanciones sobre 6.000 millones de USD en fondos petroleros iraníes retenidos en Corea del Sur, que se transferirán a Catar (Bloomberg, Reuters, Washington Post). La medida se integra en un meticuloso plan para facilitar el intercambio de prisioneros entre ambos países. El acuerdo llega tras los intentos de EE.UU. de que Irán someta a mayor supervisión su programa nuclear, habiendo reconocido en privado funcionarios estadounidenses que las sanciones que pesan sobre el petróleo iraní también se han suavizado algo (lo que ha ayudado a Irán a convertirse en un importante proveedor de China).

**(Factor bajista para el precio) – Las refinerías independientes chinas adquieren cada vez más crudo iraní sancionado.** Ante la fuerte demanda estacional se han abastecido de petróleo iraní vendido con descuento, buscando asegurarse unos márgenes sólidos. Las importaciones chinas de crudo iraní rondan actualmente los 1,2-1,3 Mbpd, aunque los analistas señalan que podrían incrementarse en otros 200-300.000 bpd si los precios se mantuvieran bajos. Sin embargo, las petroleras estatales chinas no han reanudado las importaciones iraníes ante la amenaza de sanciones secundarias. Irán exporta actualmente unos 2 Mbpd en total, mientras que su producción ha aumentado recientemente a 3,6 Mbpd, acercándose al máximo de 4 Mbpd.

**(Factor bajista para el precio) – China incrementó notablemente el volumen de crudo almacenado.** China añadió unos 1,32 Mbpd a sus reservas de crudo en agosto, invirtiendo la inusual reducción de inventarios de julio después de que las refinerías procesaran 510.000 barriles diarios más de los que lograron importar (la producción de las refinerías chinas alcanzó en agosto niveles récord, con un aumento de casi el 20% interanual). Si bien las cifras de procesamiento e importación de crudo de China en agosto dibujan un panorama alcista para la demanda china, los procesadores se beneficiaron de la demanda estival por viajes, un factor que se debilitará en los próximos meses. Además, el volumen de petróleo almacenado es ahora más elevado de lo normal, lo que significa que la demanda futura de crudo también sería menor.

**(Factor bajista para el precio) – Faith Birol (AIE) afirmó que la demanda de petróleo tocará techo esta década.** Según Birol, la AIE prevé que la demanda de petróleo, gas y carbón tocará techo en los próximos años. Indicó como factores la rápida adopción de los vehículos eléctricos, sobre todo en las economías emergentes, y añadió como otros factores relevantes la acelerada transición hacia la generación de energía a partir de fuente renovables y cambios estructurales en la economía china.

#### **Factores a largo plazo**

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

**(Negativo para el precio) – Los crecientes problemas medioambientales llevarán a endurecer más la legislación sobre niveles de producción.** El valor de las reservas de los países productores depende del tiempo que puedan bombear a los niveles actuales antes de que se introduzca una regulación más dura inspirada en el respeto al medioambiente. Con los crecientes problemas ambientales, que seguirán probablemente ejerciendo gran presión en el mercado de combustibles fósiles en las próximas décadas, el mayor riesgo para la OPEP es el de 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 saudíes y Rusia para estrangular el mercado mundial de la energía les ha funcionado bien para lograr un alza considerable en el precio, ha sido a costa de perder cuota de mercado, de forma que los productores de la OPEP ya no pueden sencillamente determinar el precio sin sufrir un coste. En la década de 1970 o a principios de la década de 2000, el cártel de exportadores acordó recortar la producción y este enfoque funcionó bien, ya que la principal competencia se daba entre los productores de petróleo convencional (sobre todo entre la OPEP y los productores no pertenecientes a la OPEP). Hoy en día, la mayor amenaza para cualquier productor de petróleo convencional proviene de productores no convencionales y otras fuentes alternativas de energía. En teoría, la menor producción de energía a partir de petróleo convencional debería quedar fácilmente compensada por una rápida alza en la producción a partir de petróleo de esquisto.



## METALES PRECIOSOS – ORO

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

### Factores positivos para el oro

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

**El oro está barato respecto a otros metales preciosos como el paladio.** La ratio oro/paladio subió a 1,39, aún muy por debajo de su media de 20 años de 1,83x, lo que indicaría que el oro está muy barato respecto al paladio.

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

### Factores negativos para el oro

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

**El oro está caro respecto a la plata.** La ratio Oro/Plata se redujo a 81,69x, pero todavía está por encima de su media de 20 años de 67,69 veces, lo que indicaría que el oro aún está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que esta relación alcanzara su nivel promedio de largo plazo el precio del oro debería situarse en 1.596 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Esta ratio, que cayó a 21,41x, aún supera con creces su media de los últimos 20 años de 19,08 veces. Considerando un valor razonable por fundamentales a medio plazo para el petróleo WTI de 87,5 USD/barril, y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.669 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,3181 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 1.462 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.141 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su promedio histórico, su precio nominal (de equilibrio) debería rondar los 1.503 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 con todos los visos de continuar 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 renminbí. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

**- Riesgo n.º 4: Impulso (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

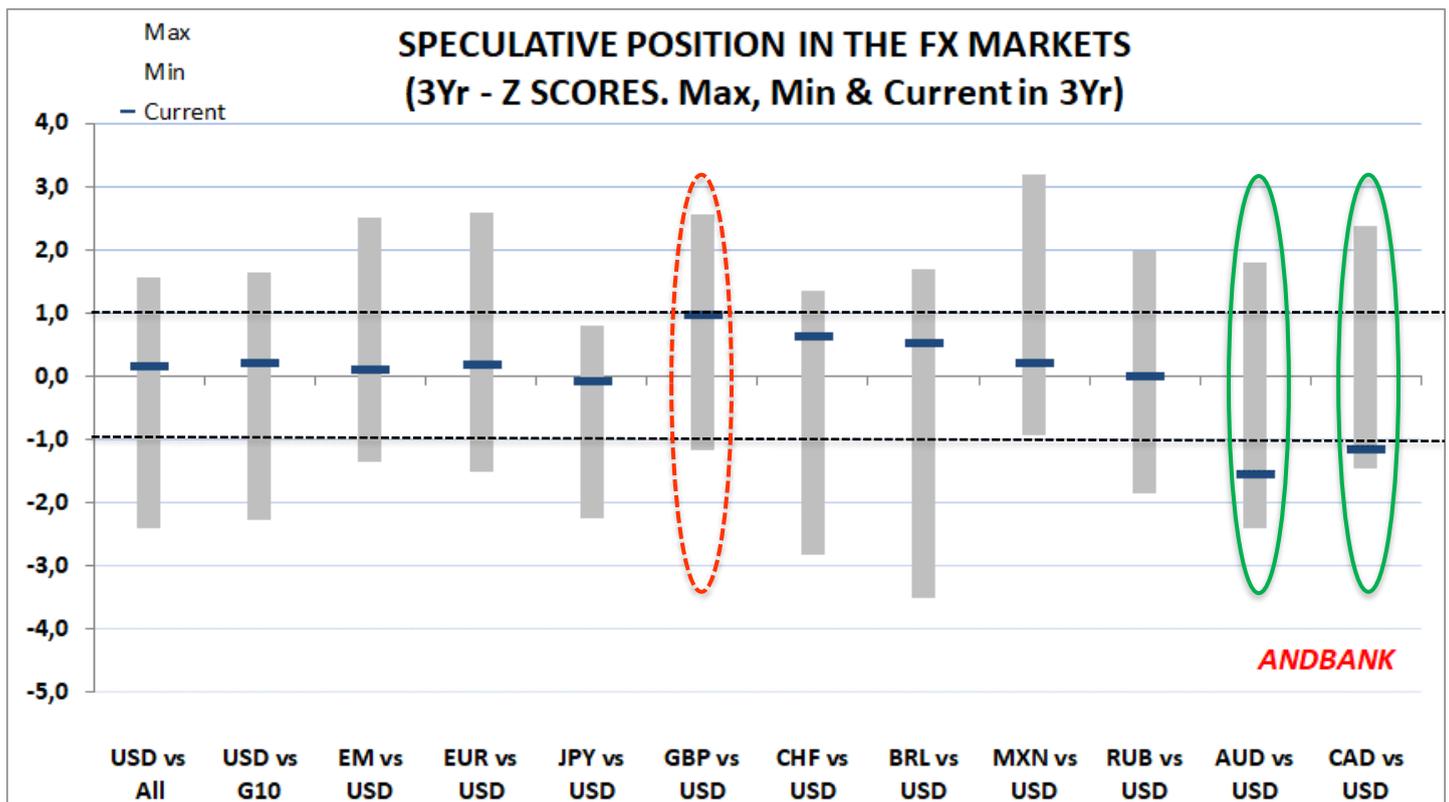
TIPOS DE CAMBIO

**Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo**

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	2,44	17,12	32,1	-28,2	-0,9	<b>0,18</b>
USD vs G10	4,57	16,70	32,7	-25,4	0,6	<b>0,22</b>
EM	2,13	-0,42	3,9	-0,8	2,0	<b>0,12</b>
EUR	13,61	-7,91	25,4	-8,6	11,7	<b>0,18</b>
JPY	-8,59	-0,42	0,6	-15,0	-8,3	<b>-0,07</b>
GBP	2,61	-2,10	5,2	-6,5	-0,5	<b>0,98</b>
CHF	-1,11	-0,56	0,2	-6,0	-2,2	<b>0,63</b>
BRL	0,26	-0,10	0,7	-0,8	0,0	<b>0,53</b>
MXN	1,86	-0,32	3,3	-0,5	1,7	<b>0,21</b>
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	<b>0,00</b>
AUD	-6,26	-2,16	6,1	-6,3	-1,1	<b>-1,56</b>
CAD	-3,57	-2,68	6,1	-5,0	-0,2	<b>-1,15</b>

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 20

Asset Class	Indices	Performance YTD	Current Price	Andbank's Strong Buy Point (100% Exposure)	Expected Performance (to Potential Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	11,3%	4.274	3.899	-8,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	5,7%	449	423	-5,9%
	Euro Zone - Euro Stoxx	7,0%	439	403	-8,1%
	SPAIN - IBEX 35	14,3%	9.407	10.644	13,1%
	MEXICO - MXSE IPC	5,5%	51.108	56.788	11,1%
	BRAZIL - BOVESPA	4,1%	114.193	130.000	13,8%
	JAPAN - NIKKEI 225	24,1%	32.372	34.884	7,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	0,6%	3.107	2.980	-4,1%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-3,7%	1.902	1.901	-0,1%
	INDIA - SENSEX	8,6%	66.062	73.513	11,3%
	VIETNAM - VN Index	14,6%	1.154	1.378	19,4%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,4%	507	588	16,0%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-2,1%	4,51	4,50	4,5%
	UK 10 year Gilt	-2,3%	4,29	3,75	8,6%
	German 10 year BUND	0,0%	2,79	2,50	5,1%
	Japanese 10 year Govie	-2,3%	0,73	0,75	0,6%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	0,8%	3,87	3,50	6,8%
	Italy - 10yr Gov bond	3,4%	4,70	4,20	8,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	2,9%	3,51	3,50	3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,3%	3,19	3,00	4,7%
	Greece - 10yr Gov bond	6,4%	4,20	4,50	1,8%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	2,6%	80,55	85	4,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	6,4%	419,19	500	5,7%
	Euribor 3m				
	Credit USD IG - CDX IG	4,4%	72,50	90	5,9%
	Credit USD HY - CDX HY	8,3%	444,91	550	6,9%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-123,5%	25,42	17,00	92,8%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	-11,0%	12,70	--	--
<b>Fixed Income Asia (Local currency)</b>	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	5,7%	6,84	6,00	13,6%
	India - 10yr Gov bond (local)	6,8%	7,16	6,50	12,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	7,5%	6,51	6,25	8,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	3,1%	2,71	2,25	6,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	2,9%	4,01	4,00	4,1%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	-4,3%	3,19	2,25	10,7%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	3,40	4,00	-1,4%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,3%	3,94	3,50	7,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,5%	1,22	2,25	-7,0%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-1,1%	9,99	10,00	9,9%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,1%	6,37	6,25	7,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	17,4%	11,72	11,50	13,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,5%	6,77	7,50	0,9%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	13,8%	91,3	87,50	-4,2%
	GOLD	4,0%	1.896,5	2.000	5,5%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,3%	1,057	1,100	4,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,4%	1,21	1,25	2,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,7%	0,87	0,88	1,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	-0,9%	0,92	0,95	3,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-2,2%	0,97	1,05	7,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	13,6%	148,98	140,00	-6,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	12,2%	157,45	154,00	-2,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-10,2%	17,49	18,50	5,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-11,4%	18,47	20,35	10,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,7%	4,99	5,00	0,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-6,9%	5,27	5,50	4,4%
	USDARS (price of 1 USD)	98,0%	350,00	370,00	5,7%
	USDINR (price of 1 USD)	0,6%	83,21	84,00	1,0%
	CNY (price of 1 USD)	5,9%	7,31	7,50	2,6%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



## PRINCIPALES APORTACIONES

Página 21

**Together  
Everyone  
Achieves  
More**



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



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



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



**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



**Jordi Riera**  
Global Interest Rates  
+376 874 373



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

## AVISO LEGAL

Página 22

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

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

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

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

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

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

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

ANDBANK declina expresamente cualquier responsabilidad por la exactitud o exhaustividad de las evaluaciones mencionadas en este documento, así como por los posibles errores u omisiones en que pudiera incurrirse durante el proceso de publicación del mismo. Ni ANDBANK ni el autor de este documento responderán por cualquier pérdida en que un inversor pudiera incurrir, directa o indirectamente, como resultado de cualquier inversión que estuviese basada en cualquier información contenida en el presente documento.

La información y las opiniones aquí contenidas están sujetas a modificación sin previo aviso.