

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Octubre de 2024

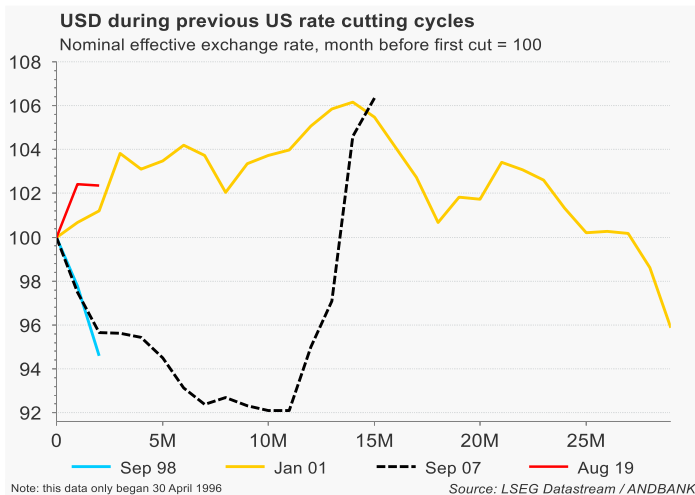
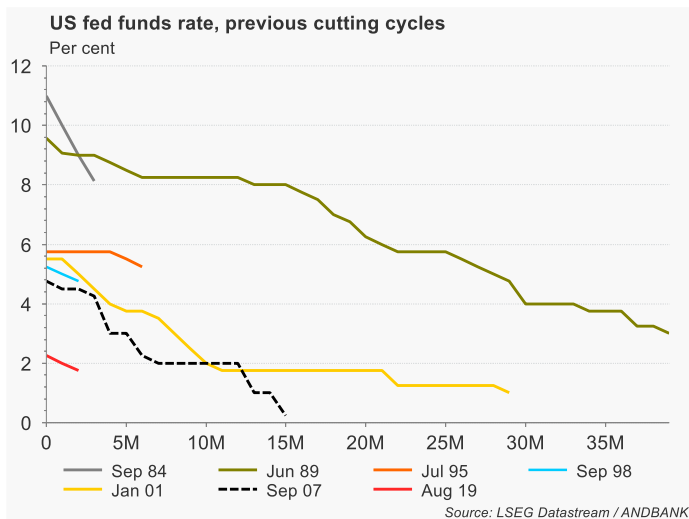
**Opinión
Corporativa**
Octubre de 2024



Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com
@AlexfusteAlex

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (in 12 months view)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.700	6.139	7,7%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	517	540	4,6%	MW
Spain IBEX 35	11.637	12.166	4,6%	MW
Mexico IPC GRAL	51.675	52.406	1,4%	UW
Brazil BOVESPA	131.672	144.644	9,9%	MW
Japan NIKKEI 225	38.636	41.568	7,6%	MW
China SSE Comp.	3.336	3.365	0,9%	UW
China Shenzhen Comp	1.927	2.005	4,0%	UW
India SENSEX	81.688	94.087	15,2%	OW
Vietnam VN Index	1.271	1.463	15,2%	OW
MSCI EM ASIA	653	702	7,6%	OW

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

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-0,5%	3,0%	3,86	3,70	5,1%
UK 10 year Gilt	-0,7%	-1,6%	4,06	4,50	0,6%
German 10 year BUND	0,4%	4,9%	2,19	2,20	2,1%
Japanese 10 year Govie	0,1%	-3,4%	0,88	1,25	-2,1%
Spain - 10yr Gov bond	0,9%	2,4%	2,95	3,05	2,2%
Italy - 10yr Gov bond	0,9%	4,2%	3,50	3,60	2,7%
Portugal - 10yr Gov bond	0,9%	2,2%	2,72	2,80	2,1%
Ireland - 10yr Gov bond	0,6%	0,2%	2,52	2,60	1,9%
Greece - 10yr Gov bond	0,9%	1,5%	3,12	3,20	2,5%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	3,4%	59,39	75	3,4%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,0%	5,4%	313,72	450	2,3%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	4,8%	53,78	75	4,8%
Credit USD HY - CDX HY	0,5%	7,7%	330,57	450	4,6%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-3,4%	-14,5%	27,68	25,00	49,1%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	-13,4%	15,11	25,00	-64,0%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	3,4%	6,63	5,50	15,6%
India - 10yr Gov bond (local)	0,8%	8,3%	6,82	5,75	15,4%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,4%	7,1%	5,66	5,25	8,9%
China - 10yr Gov bond (local)	0,4%	5,7%	2,10	1,50	6,9%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	2,6%	3,76	3,25	7,9%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,4%	3,2%	2,50	2,00	6,5%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	1,7%	2,73	3,40	-2,7%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,7%	3,9%	2,89	2,75	4,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-1,5%	1,47	2,50	-6,8%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	2,9%	9,36	9,45	8,6%
Mexico - 10yr Govie (USD)	1,4%	3,4%	5,64	5,70	5,1%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,3%	-8,3%	12,26	11,20	20,7%
Brazil - 10yr Govie (USD)	3,2%	5,1%	5,82	6,70	-1,3%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	8,1%	5,0%	74,9	85,00	13,6%
GOLD	5,7%	31,6%	2.660,3	2.300	-13,5%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	0,0%	1,10	1,05	-4,8%
GBPUSD (price of 1 GBP)	0,2%	3,5%	1,32	1,29	-2,1%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	-3,4%	0,84	0,81	-2,7%
USDCHF (price of 1 USD)	0,6%	1,2%	0,85	0,87	2,1%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,2%	1,2%	0,94	0,91	-2,8%
USDJPY (price of 1 USD)	1,9%	3,9%	146,53	140,00	-4,5%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,5%	3,9%	161,66	147,00	-9,1%
USDMXN (price of 1 USD)	-3,0%	13,9%	19,32	19,50	0,9%
EURMXN (price of 1 EUR)	-3,6%	14,0%	21,29	20,48	-3,8%
USDBRL (price of 1 USD)	-2,9%	12,9%	5,48	5,35	-2,3%
EURBRL (price of 1 EUR)	-3,3%	12,8%	6,04	5,62	-7,0%
USDARS (price of 1 USD)	1,9%	20,2%	971,50	1.000	2,9%
USDINR (price of 1 USD)	0,0%	0,9%	83,95	83	-1,1%
CNY (price of 1 USD)	-1,3%	-1,1%	7,02	7,50	6,9%



EE.UU.

La Fed recorta 50 puntos básicos, orienta su enfoque hacia el empleo y reduce el riesgo de un aterrizaje brusco

Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Las ganancias corporativas han superado consistentemente las expectativas (+13,2% yoy en 2Q24), acompañado de un repunte del crecimiento económico al 3% en el segundo trimestre. Sin embargo, los signos de enfriamiento en el mercado laboral llevaron a la Reserva Federal a reducir las tasas de interés, mitigando significativamente el riesgo de un aterrizaje brusco. Ha habido una rotación fuera del sector tecnológico, con otros sectores agregando valor. Las utilidades han liderado el rendimiento en lo que va del año. Una cartera diversificada, equilibrando tecnología y otros sectores rezagados, sigue siendo nuestra principal recomendación.

Factores alcistas para la renta variable

Moderación de la inflación. La inflación general de precios, medida por el IPC, descendió al +2,5% interanual (+0,2 puntos porcentuales en el mes, situándose 0,4 pp por debajo del dato de julio), un nivel ligeramente inferior al esperado (+2,6% interanual). El IPC subyacente superó ligeramente las expectativas (+0,3 pp en el mes, frente a +0,2 pp esperado). La cifra anual se mantuvo en el +3,2%, en línea con las previsiones. El componente de alojamiento y vivienda (que pondera un 33% en el IPC) subió al 5,2% interanual.

Política monetaria relajada. La Reserva Federal bajó medio punto el tipo oficial de interés, una medida que justificó refiriéndose a señales de moderación de la inflación y debilitamiento del mercado de trabajo. Se trata del primer recorte de tipos aplicado desde la declaración de pandemia en 2020. Según el comunicado de la Fed existe una creciente confianza en que la inflación avanza ya de forma sostenible hacia el objetivo del 2%, con los riesgos para alcanzar los objetivos tanto de empleo como de inflación ahora en gran medida equilibrados.

El Resumen de Proyecciones Económicas de septiembre (el «diagrama de puntos») apunta a que el tipo de interés interbancario (el de los «fondos federales») bajará al 4,25-4,5% este año, lo que implicaría otra bajada de medio entero o sendos recortes de un cuartillo en las reuniones del FOMC de aquí a fin de año (noviembre y diciembre). Para 2025 se prevén recortes por un total de 100 puntos básicos.

Elecciones presidenciales en EE.UU. Pese a la incertidumbre sobre el resultado último de las elecciones los dos principales candidatos previsiblemente promoverán políticas favorables a la economía, lo que minorará el riesgo de que se produzcan «sorpresas negativas».

Crecimiento del PIB. El PIB trimestral creció al 3% y las previsiones para el conjunto del año se han revisado al alza del 2% al 2,5%.

Ralentización en la reducción del balance. La reducción del activo del balance de la Fed se ha ralentizado, prolongando niveles altos de liquidez y sosteniendo los mercados financieros.

Menor morosidad. La tasa de impagos de las empresas sigue por debajo del 2% y la calidad crediticia ha mejorado, lo que reduce las tensiones financieras y la probabilidad de impagos.

Factores bajistas para la renta variable

Debilidad del empleo. La economía estadounidense generó en agosto menos puestos de trabajo de lo previsto: 142.000 empleos no agrícolas, frente a los 89.000 de julio y los 161.000 previstos. La tasa de desempleo, sin embargo, bajó al 4,2%, en línea con las previsiones. Por su parte, las ofertas de empleo tocaron en julio su mínimo de los tres últimos años: 7,7 millones de puestos por cubrir, por debajo de los 7,9 millones de junio y de la previsión de 8,1 millones. Los despidos aumentaron levemente, hasta 1,8 millones. Los puestos ofertados, que volvieron a rondar niveles previos a la pandemia, están dando ahora muestras de debilitamiento.

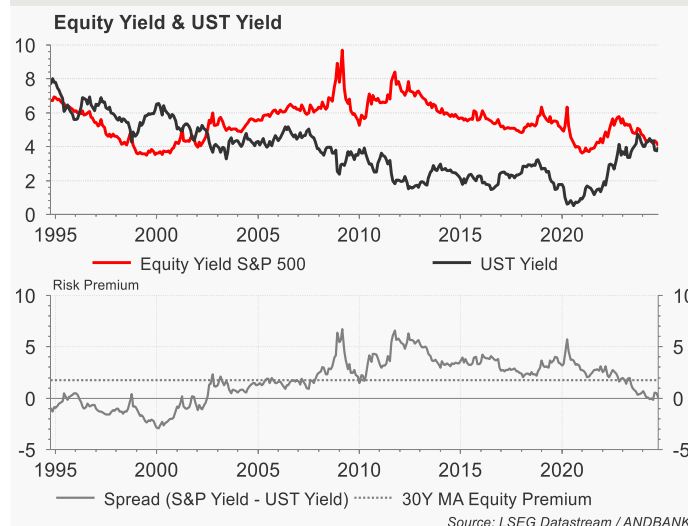
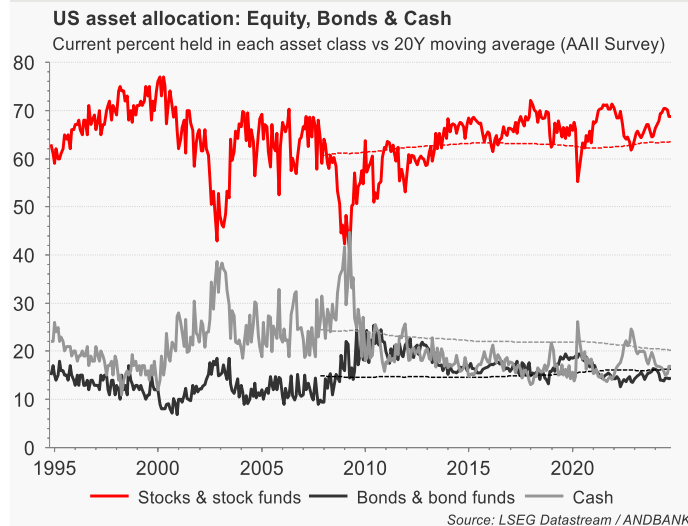
Volatilidad. Se han registrado picos de volatilidad, pero aún no se han producido correcciones significativas. Las elecciones, «sorpresas» macroeconómicas o tensiones geopolíticas podrían desatar sin embargo inestabilidad en el mercado.

Deterioro de las encuestas. Las respuestas reflejadas en el índice de directores de compras (PMI) apuntan a una contracción de la actividad económica en el sector manufacturero (47,2) y a una expansión en el sector servicios (51,5). Si este último dato volviera a territorio contractivo la desaceleración económica podría acentuarse.

Posible debilitamiento en el segundo semestre. Si bien los resultados del segundo trimestre fueron satisfactorios, varias empresas indicaron un posible deterioro en el segundo semestre, lo que hace necesario estar muy atentos a los próximos informes trimestrales.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL
Deuda soberana: (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,5%)
Deuda corporativa (CDX IG): SOBREP / NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR





EUROPA

Bajo crecimiento + desinflación = más relajación monetaria en el futuro

Factores macroeconómicos y políticos

Factores macroeconómicos alcistas. 1) El empleo sigue siendo resistente (la tasa de desempleo cerca de mínimos en 6,4%); 2) Un camino inflacionario positivo allana el camino para más recortes de tasas (las expectativas de inflación a la baja, y se espera que el crecimiento salarial se modere), con un alivio adicional por parte del BCE en octubre y diciembre, salvo sorpresas en los datos; 3) El consumo debería recuperarse gracias a los ingresos reales positivos, una mayor confianza y una alta tasa de ahorro.

Factores macroeconómicos bajistas. 1) El crecimiento fue inferior al esperado, lo que se explica por la debilidad de la industria y la atonía del consumo; 2) las respuestas a encuestas al sector manufacturero (IFO, PMI) reflejan un deterioro de la confianza; 3) la contribución del sector exterior podría desvanecerse ante el enfriamiento de la economía estadounidense y el persistente tensionamiento de las relaciones comerciales; y 4) la desinflación por el lado de los servicios se ha estancado.

Factores políticos alcistas. 1) Nombramiento del nuevo primer ministro de Francia (Barnier, máximo representante de la UE en las negociaciones del Brexit); 2) el informe de Draghi sobre la competitividad europea presenta un panorama sombrío, pero aporta ideas concretas y lanza un mensaje contundente: inversiones masivas, financiación conjunta, descarbonización como fuente de crecimiento, pragmatismo en materia de políticas comerciales, menos burocracia, etc.

Factores políticos bajistas. 1) Altos niveles de deuda pública en algunos países «periféricos» (Italia) y en otros cercanos al núcleo económico de la UE (Francia), con un nuevo Parlamento Europeo más centrado en reducir la deuda; 2) no será sencillo que los diferenciales de la deuda pública francesa retornen a los niveles previos a las elecciones europeas (50 pb), ya que el mercado preferiría esperar a los Presupuestos de 2025 y a valorar el grado de estabilidad del nuevo gobierno (riesgo de otra ronda de comicios electorales); y 3) aplicar las propuestas de Draghi requerirá superar notables obstáculos políticos, en particular en materia de financiación.

Mercados financieros: deuda pública y renta variable

Deuda pública

Factores alcistas. 1) Salvo sorpresas en los datos que llevasen a bajar tipos en octubre, los recortes deberían continuar en diciembre (última reunión de proyecciones del año, en la que se dispondrá de más datos) y luego en 2025 (al menos en el primer semestre); 2) correlación con los bonos del Tesoro estadounidense, con la Fed embarcada en un ciclo de relajación.

Factores bajistas. 1) El mercado ya descuenta fuertes recortes de tipos (por un total de 150 pb para mediados de 2025); 2) habría que vigilar eventuales presiones inflacionistas derivadas de la descarbonización, la desglobalización y la demografía (las «3Ds»).

Renta variable

La brecha de valoración entre los mercados de renta variable europeos y estadounidenses está ofreciendo una oportunidad de inversión atractiva, sobre todo en los segmentos de empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil (*small- y mid-caps*). La renta variable europea ha cotizado tradicionalmente con descuento respecto a la estadounidense, pero este diferencial no era tan pronunciado desde los años ochenta. Por ejemplo, el índice MSCI Europe Small Cap Index cotiza a un PER a 12 meses de 11,8 veces los beneficios, con un crecimiento esperado del beneficio por acción (BPA) del 16,8%. Por su parte, las *small caps* estadounidenses están más caras, con un PER de 16,2 veces y un menor crecimiento previsto del BPA del 9,8%. El segmento de mediana capitalización refleja la misma tendencia. Además, alrededor del 60% de los ingresos generados por las empresas del índice MSCI Europe proceden de fuera de la zona euro, lo que aporta mayor diversificación y resiliencia. Las empresas europeas suelen tener modelos de negocio originales y ventajas competitivas a largo plazo, lo que las posiciona bien para obtener mejores resultados en el futuro, incluso en coyunturas macroeconómicas más complicadas. En resumen, con las perspectivas de crecimiento de los beneficios y el descuento de valoración actuales, la renta variable europea, especialmente en los segmentos de pequeña y mediana capitalización bursátil, ofrece un sólido argumento para acometer una reasignación en las carteras que mejore su exposición a ella.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL/SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (al 3% en Bund compra, target C/P 2,20%)

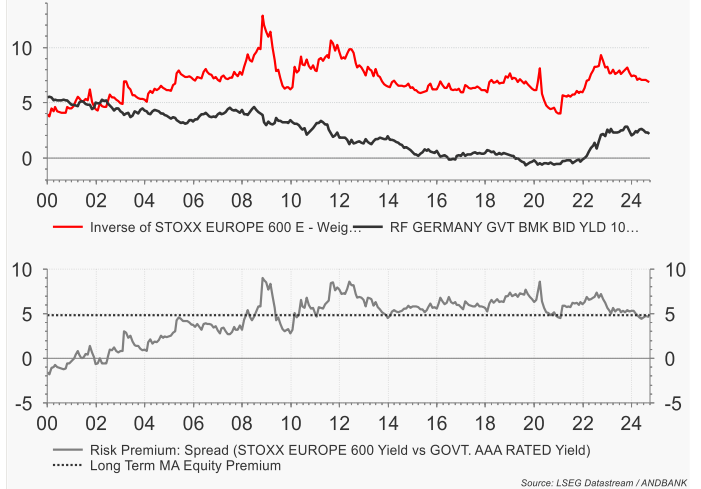
- Periferia: NEUTRAL (IT 3,6%; ES 3,05%; PT 2,80%; IR 2,60%); UW: (GR 3,0%)

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

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

FX (EUR/USD): ≤1,05 vender USD/comprar EUR; ≥1,10 comprar USD/vta EUR

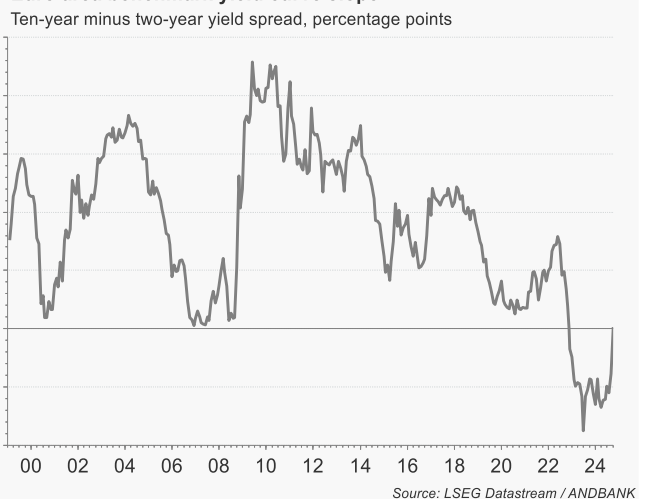
Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



Euro area benchmark yield curve slope





COYUNTURA MACROECONÓMICA

ESPAÑA

Los agregados macro parecen estar bajo control, pero el descuento de las acciones españolas se acentúa.

Factores macroeconómicos y política económica

El PIB español creció en el primer y segundo trimestres de este año a una tasa trimestral del 0,8%, muy por encima del dato agregado de la Eurozona del +0,3% trimestral. Este crecimiento se atribuye principalmente al dinamismo del sector turístico en el primer trimestre y a las fuertes ventas de bienes al extranjero en el segundo, con una moderación de las importaciones. De cara al futuro se espera una mejora gradual de la demanda interna, con el consumo apoyado en el crecimiento de la renta real disponible de los hogares, mientras el crecimiento del sector exterior se normaliza, en concreto por la ralentización del turismo y el debilitamiento de la demanda procedente de la zona euro, que es el principal socio comercial de España. Los datos del PMI de agosto se han suavizado (el PMI compuesto se situó en 53,5, por debajo del 56,6 de mayo), pero se mantienen cómodamente en territorio expansivo. El Banco de España revisó al alza la previsión de crecimiento económico para este año del 2,3% al 2,8% interanual.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó al alza en 0,1 pp la cifra de inflación general de agosto, dejándola en el 2,3% interanual, lo que supone 0,5 pp menos que en julio. Esta bajada se debe en gran parte a los significativos abaratamientos de carburantes y alimentos. La inflación subyacente, que recoge la variación de los precios de servicios y bienes industriales, se mantuvo en +2,6% interanual. La inflación del sector servicios, que subió al 3,5% interanual (0,1 pp más que en julio), respondió a la continua presión inflacionista de los servicios turísticos, siendo tarifas aéreas y viajes organizados los componentes que más crecieron en el mes. El impulso inflacionista del turismo ha sido de media del +3,9% interanual en los últimos meses, lo que indica que, de mantenerse la tendencia, la inflación de los servicios podría aumentar aún más, poniéndose de manifiesto la resistencia a ceder del sector. En cambio, la inflación de los bienes industriales cayó 0,2 pp, quedando en el 0,5% interanual.

Mientras la inflación de bienes industriales se ha estabilizado por debajo del +1,0% interanual, la de los servicios sigue por encima del +3,0% interanual y dificulta el proceso de desinflación. La inflación subyacente creció en agosto (+3,2%) y se situó en +2,8% interanual, una tendencia que, de persistir, indicaría resistencia a bajar.

En el ámbito fiscal el Gobierno aprobó recientemente el Acuerdo sobre Objetivos de Estabilidad para el periodo 2025-2027, vinculado a la reactivación de las reglas fiscales europeas. El plan, que aspira a fomentar el crecimiento sin comprometer la estabilidad presupuestaria, concede un margen fiscal adicional de dos décimas sobre los objetivos vigentes a las Comunidades Autónomas en 2025 y 2026, equivalente a más de 3.000 millones de EUR de espacio fiscal adicional al año. Las Entidades Locales incrementarían su margen fiscal en una décima en 2025 y dos décimas en 2026, lo que supone 1.600 millones de EUR y 3.350 millones de EUR más, respectivamente. El Acuerdo también incluye el techo de gasto para 2025, con un gasto no financiero «nacional», sin incluir los fondos europeos, que ascendería a 195.350 millones de EUR, equivalente a un aumento del 3,2% respecto a 2024.

Política

El presidente chino, Xi Jinping, recibió al del Gobierno español, Pedro Sánchez, durante una visita de cuatro días a Pekín. Tras el viaje Sánchez manifestó que España está «revaluando» su postura sobre los aranceles que la Unión Europea impone a los vehículos eléctricos chinos por la creciente preocupación de que un eventual conflicto comercial pudiera perjudicar a las exportaciones españolas. La Unión Europea tiene previsto votar en octubre una propuesta para elevar significativamente (+37,6%) esos aranceles, llevándolos hasta casi el 50%, en línea con medidas similares adoptadas recientemente por Estados Unidos.

Mercado de renta variable

El principal índice bursátil español, el IBEX 35, cerró agosto en máximos anuales, anotándose una rentabilidad del 12,9% en lo que va de año. El índice selectivo español registró volatilidad a principios de agosto, pero se recuperó rápidamente. La rotación sectorial, al igual que en otros mercados, favoreció a los sectores con cualidades defensivas, en particular servicios públicos, telecomunicaciones y sector inmobiliario, que se están beneficiando de la bajada de los tipos de interés. Por contraste, los bancos han perdido parte del protagonismo del que disfrutaron en trimestres anteriores.

Con un beneficio por acción (BPA) previsto de 1.033 el índice cotiza actualmente a una relación precio/beneficio (PER) de 11,3x. Aunque las expectativas de beneficios se han mantenido estables en el corto plazo, el posicionamiento sectorial será crucial para el comportamiento del mercado en los próximos meses.

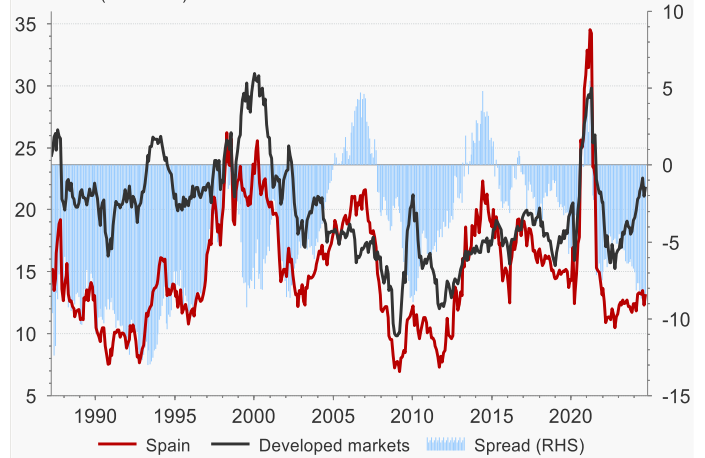
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana (bono español a 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 3,35%)

Spain price-to-earnings ratio

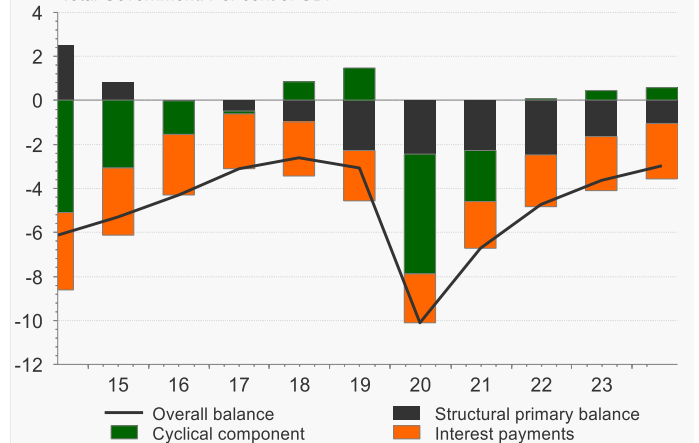
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

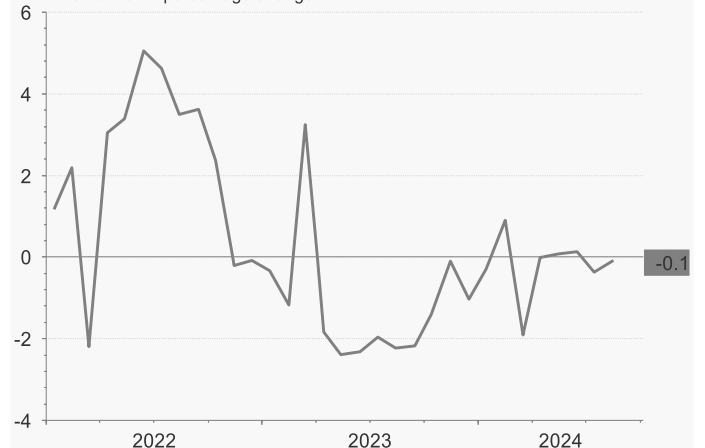
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



CHINA

Tras un nuevo recorte en las previsiones de PIB, Pekín lanza estímulos para levantar un mercado tambaleante.

Perspectivas negativas

La ralentización de la economía china se acentúa y resulta más probable que no se alcance el objetivo de crecimiento para 2024. Tras una serie de datos macroeconómicos en agosto que decepcionaron las expectativas, Pekín acabó viéndose obligado a intensificar los estímulos fiscales y monetarios para alcanzar el objetivo de crecimiento de este año, situado en torno al 5%. En una serie de decisiones, el Banco Popular de China (PBoC) instrumentalizó una mayor relajación de la política monetaria. Y es que la fuerte desaceleración de la actividad estaba poniendo a prueba la tolerancia de las autoridades con el incumplimiento del objetivo de PIB de 2024, después de que el dato del segundo trimestre se quedase en el 4,7%. Xi, en un discurso de este mes, utilizó expresiones como «empeñarse en lograr los objetivos para todo el año». En este contexto, tanto Goldman como Citigroup relajaron en el mes sus previsiones de crecimiento económico para China en 2024 al 4,7% tras la última ronda de datos macroeconómicos, que fueron en agosto los peores de los últimos cinco meses. Sigue una muestra de ellos. Producción industrial: +4,5% interanual (consenso: +4,8%; mes anterior: +5,1%); Ventas al por menor: +2,1% interanual (consenso: +2,5%; mes anterior: +2,7%); Inversión en capital fijo (en lo que va de año): +3,4% interanual (consenso: +3,5%; enero a julio: +3,6%); Precios de la vivienda: -5,3% interanual (mes anterior: -4,9%).

Factores alcistas para la renta variable

El Presidente Xi apeló a funcionarios públicos de todos los niveles a cumplir el objetivo de crecimiento anual de este año. El repunte en las acciones chinas ha sido impulsado por el reciente paquete de estímulos de Beijing, que indudablemente ha generado un renovado optimismo sobre una posible recuperación de la economía china. Nos hemos estado preguntando durante días si estas medidas de estímulo, junto con el repunte del mercado de valores, ayudarán al mercado chino a recuperar su estatus como 'componente esencial en las carteras globales'. En este sentido, cabe recordar que veníamos de una dinámica preocupante desde la perspectiva de Beijing, y es que en los mercados internacionales se estaba dando ya la comercialización de fondos de inversión de mercados emergentes que excluyen acciones chinas. Ahora se entiende el momento elegido por el gobierno chino para anunciar su paquete de estímulo, ya que esa dinámica era bastante alarmante. Se podría decir, pues, que estas medidas son 'acciones desesperadas'. Dos datos más que apoyan esta hipótesis: 1) Las salidas netas del Gran Mercado de China se habían acelerado, y entre enero y septiembre de 2024, las salidas superaron los flujos de capital de entrada de todo 2023. 2) A finales de agosto, los inversores extranjeros tenían una exposición mínima a las acciones chinas, representando solo el 5.1% de sus carteras. El nivel más bajo en una década.

Factores bajistas para la renta variable

El rendimiento del bono chino a 10 años cayó el 13 de septiembre a un mínimo histórico del 2,075%, un nivel inédito desde que se dispone de registros oficiales en 2002. Y un nivel que se alcanzó a pesar de que los bancos estatales han estado más activos últimamente vendiendo bonos con vencimientos a largo plazo en el mercado secundario, señal de que el PBoC podría haber intervenido para enfriar el rally. Sin embargo, los operadores de bonos y los inversores han estado resistiendo esta intervención, aumentando su exposición a activos refugio en plena debilidad de la economía y con una persistente crisis inmobiliaria.

La coyuntura macroeconómica sigue deteriorándose. El mercado de renta variable chino reaccionó negativamente a un entorno de deterioro casi generalizado de los datos del PIB del segundo trimestre y de actividad de agosto. La economía china creció en el segundo trimestre un 4,7% interanual, bastante menos de lo previsto (que era que lo hiciera al 5,1%, frente al 5,3% del primer trimestre) y la menor tasa de los últimos cinco trimestres. El dato se explica por la persistente desaceleración del sector inmobiliario y las insuficientes medidas para fomentar el gasto de consumo, lo que aumenta la presión sobre las autoridades.

Vance, elegido como vicepresidente en la candidatura de Trump, considera China como la mayor amenaza para EE.UU. y los aranceles que Trump quiere imponer podrían restar 2,5 pp al crecimiento del PIB chino. Las declaraciones de Vance presagian una postura más beligerante con China en un eventual segundo mandato de Trump. Según el análisis de UBS, la propuesta de Trump de imponer aranceles sobre los productos chinos de hasta el 60% tendría implicaciones negativas para la economía china, cuyo crecimiento se reduciría en 2,5 pp en un plazo de 12 meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental. (Mantenernos la prudencia ante los activos chinos.)

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.
Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 1,50%)
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

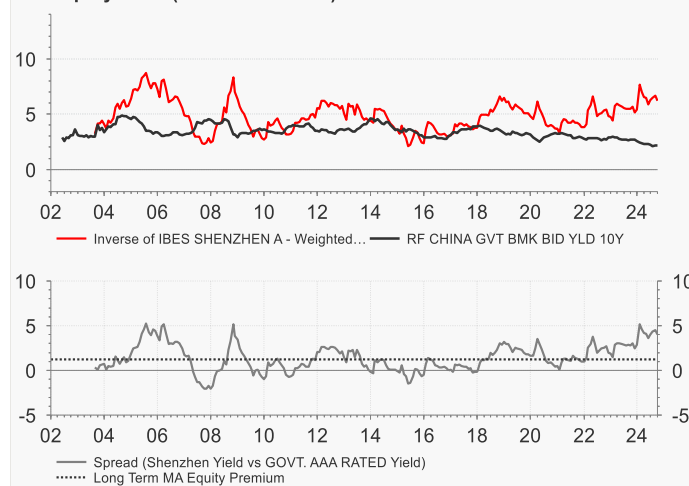
CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y





JAPÓN

El BoJ, a iniciativa propia o forzado, ha puesto suelo a la caída del yen.

Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Aunque el Banco de Japón (BoJ) haya indicado un cambio de postura no se aprecia que exista un endurecimiento en su trayectoria de cara al futuro, más allá de acometer alguna intervención para apoyar la moneda, por lo que mantendrá los tipos de interés bajos y seguirá con el control de la curva de rendimientos (YCC) también en un nivel bajo. Todo esto representa un escenario favorable para el mercado bursátil japonés. Además, la prima de riesgo de la renta variable japonesa se mantendrá en torno a los 500 pb, muy por encima de la media histórica, por lo que su nivel de valoración relativa es atractivo.

Factores alcistas para la renta variable

La actividad económica se acelera. 1) Producción industrial de julio, dato final: +3,1% (dato preliminar: +2,8%, mes anterior: -4,2%). 2) Crecimiento del PIB en el segundo trimestre, tasa final desestacionalizada: +3,1% (muy por encima del 2,1% esperado).

Tipo de cambio. Las curvas de rendimiento en EE.UU. y Europa experimentaron este verano un importante movimiento descendente. El consenso atribuye este repunte en los precios de los bonos al temor a una recesión inminente. Al revisar la balanza de pagos de Japón se advierte que los residentes en Japón realizaron compras récord de deuda extranjera en agosto (y parte de julio), impulsadas por la fortaleza del yen. Hogares y fondos de inversión colectiva japoneses destinaron 51.300 millones de USD en agosto a la compra de bonos extranjeros, principalmente deuda pública. Se trata de un importe sin precedentes, que supera en más de un 35% el récord mensual registrado en julio de 2016. La apreciación superior al 20% del yen en los dos últimos meses ha otorgado a estos inversores mayor poder adquisitivo al comprar activos extranjeros.

Hemos sabido que JPMorgan, UBS y BNP han recomendado eliminar la cobertura cambiaria en posiciones en activos japoneses (renta variable). Si están haciendo tales recomendaciones, probablemente significa que estas entidades mantienen una fuerte posición larga en el yen, lo que indicaría que no anticipan una rápida depreciación de esta moneda. Si estamos en lo cierto, los inversores japoneses — tanto privados como institucionales— seguirán manteniendo un importante poder adquisitivo gracias a la fortaleza de su moneda y, con una misma cantidad de esta, podrán comprar bonos extranjeros por un mayor importe nominal. Este escenario de moneda estable o en vías de apreciación también favorece a la renta variable japonesa.

La política del BoJ y el escenario TINA. La inflación fue en agosto inferior a la esperada: el IPC a nivel nacional (excluidos alimentos y energía) marcó el 1,6% interanual (frente al 1,9% anterior) y el índice de precios de bienes corporativos (CGPI) creció un 2,5% interanual (frente a una previsión del consenso del 2,8% y el 3,0% del mes anterior). Estas cifras reducen la presión sobre el BoJ para subir tipos de forma agresiva y sientan las bases para un período prolongado de tipos y rendimientos más bajos de la deuda pública por comparación con los rendimientos implícitos de la renta variable. Esta dinámica sugiere que la prima de riesgo de la renta variable podría mantenerse estable en torno a 500 pb, lo que, con perspectiva histórica, constituye un nivel atractivo (véase el gráfico).

Cabe preguntarse qué sucederá ahora. La última encuesta de QUICK a 27 economistas que siguen las políticas del BoJ, realizada entre el 9 y 11 de septiembre, mostraba unanimidad en descartar cambios inmediatos en la política monetaria, centrándose las previsiones de próxima subida de tipos en diciembre o incluso enero. A partir de octubre se dispondrá de datos cruciales sobre la transmisión del crecimiento de los salarios al resto de la economía, lo que podría facilitar subir los tipos hacia finales de año siempre que la economía estadounidense no entrara en recesión y el mercado se mantuviera estable. Ahora bien, en el caso de que el crecimiento estadounidense se debilitase o la volatilidad en los mercados se intensificase el BoJ podría optar por mantener inalterados los tipos durante más tiempo. La volatilidad que podría derivarse de las elecciones presidenciales en EE.UU. este noviembre disuadiría al BoJ de incoar un ciclo sostenido de subidas de tipos, siendo lo más probable que la subida no se produjera antes de final de año. Tamura, miembro de la Junta de gobierno del BoJ, avanzó la hipótesis de que el tipo de interés neutral estaría en torno al 1% e insistió en que el tipo de interés oficial debía situarse al menos en ese nivel para el año fiscal de 2026. [TINA: *There is no alternative*; la impresión de que no existen alternativas de inversión rentables.]

Factores bajistas para la renta variable

Los inversores extranjeros siguen siendo vendedores netos de acciones japonesas. Los inversores extranjeros vendieron acciones en la segunda semana de septiembre por un importe neto de 823.500 millones de JPY (5.800 millones de USD), el mayor volumen de ventas en un año y con el que encadenaron la tercera semana consecutiva de salidas netas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,25%)

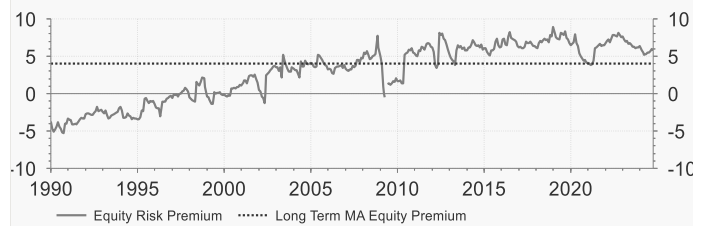
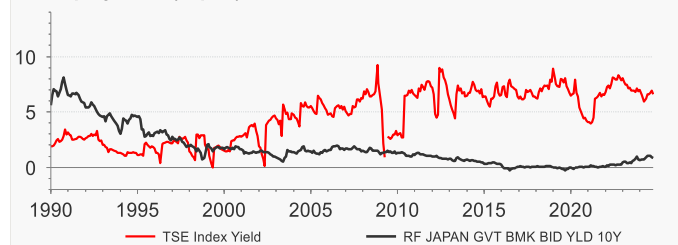
FX (USD/JPY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



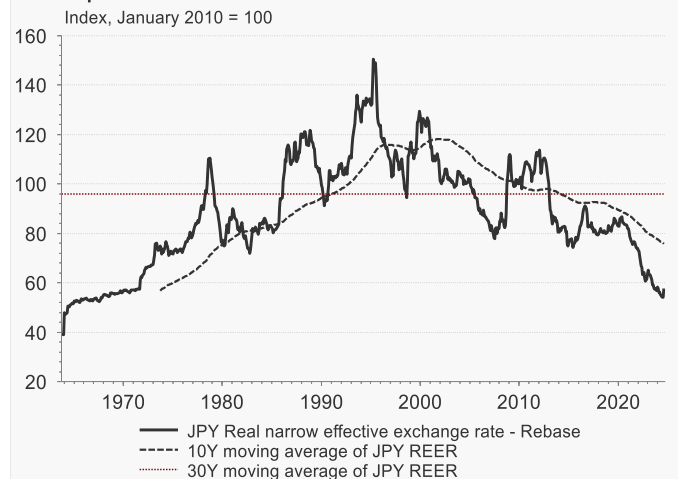
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



INDIA

Afianzamiento de los factores de crecimiento que debería sostener las ganancias en renta variable y deuda corporativa de la India

Factores alcistas para la renta variable

La India mantiene el impulso económico. El crecimiento del PIB de la India se ralentizó en el segundo trimestre de 2024 respecto al primero al pasar, debido sobre todo al renqueante gasto público, del 7,8% al 6,7% interanual. Aun así la inversión aguantó firme y el consumo privado repuntó inesperadamente, lo que reflejará mejoras en los factores de crecimiento subyacentes. El crecimiento para el año fiscal que cierra en marzo de 2025 (FY24-25) será de un razonable 7,5%, inferior al 8,2% registrado en FY22-23, pero en línea con la mayoría de las estimaciones de crecimiento potencial de la India. Se prevé una inminente relajación monetaria, que debería contribuir a mitigar los factores que podrían lastrar el crecimiento.

Poca vulnerabilidad ante perturbaciones externas. La incertidumbre económica mundial no afectaría significativamente a las perspectivas de crecimiento de la India, ya que el país cuenta con amortiguadores suficientes para absorber perturbaciones externas; esto incluye una posible recesión en EE.UU., de modo que su mercado se contaría entre los pocos que no sucumbirían ante tal eventualidad. Siendo así, es improbable que los elevados niveles de valoración de sus acciones disuadan a los inversores nacionales y extranjeros de invertir en el mercado indio.

Inclusión de la India en el JPM Global Index. La inclusión de los bonos indios en el índice de mercados emergentes de JP Morgan ha hecho afluir este año fondos hacia el país por valor de 13.000 millones de USD. Se esperan nuevas entradas de recursos, ya que la perspectiva de una relajación monetaria probablemente imprimirá un impulso adicional a los bonos indios.

La política actual del Banco de Reserva de la India (RBI) consiste en intentar mantener en la práctica una especie de vinculación de la rupia india con el dólar estadounidense. En las últimas semanas el tipo de cambio de la INR se ha mantenido estable, en parte debido a las intervenciones del RBI encaminadas a tal efecto. De este modo, si el USD se debilitara la rupia recuperaría competitividad; en cambio, sería poco probable que una relativa depreciación de la rupia frente a otras divisas de mercados emergentes disuadiera a los inversores de pagar primas elevadas por incluir en sus carteras valores de renta variable indios, y menos ahora que el ciclo de beneficios de las empresas indias exhibe firme tendencia a mejorar. Los inversores tienen buenas razones para apostar por que la India logrará mantener el impulso económico, incluso ante contratiempos que afectarían a todo el mundo.

La formación bruta de capital fijo creció un 7,5% interanual en el segundo trimestre de 2024. Esto indicaría que el gasto de inversión en capital previsto continúa siendo significativo. Puesto que el sector empresarial sigue anticipando una fuerte demanda en el futuro, cualquier desaceleración en la actividad de inversión será probablemente temporal. Además, la absorción del exceso de capacidad industrial avanza a buen ritmo, lo que proporciona un incentivo para que prosiga la inversión en capital. Esto se explica por la reciente aceleración del consumo. El riesgo residiría en una contracción de la demanda exterior, lo que no tiene visos de suceder en el futuro inmediato.

La desinflación generalizada (3,5%) permitiría recortar tipos. Con la inflación bien contenida en el rango objetivo (4% \pm 2%) las medidas del RBI sostendrán el crecimiento en cualquier caso.

El RBI realizó fuertes intervenciones, drenando liquidez del sistema monetario. Durante más de un año el crecimiento interanual de la base monetaria fue entre 2 y 3 puntos menor que el del PIB nominal, lo que provocó una contracción de los depósitos. Una circunstancia esta que debería inducir fuertes entradas de capital extranjero en los próximos meses.

Factores bajistas para la renta variable

El endeudamiento de los hogares no es preocupante, pero está aumentando. El repunte observado en el consumo parece apoyarse (al menos en parte) en deuda privada. Como nota positiva, la ratio de deuda privada sigue siendo baja (40% del PIB) y está por debajo de la de mercados emergentes comparables. Otra buena noticia es que el ahorro de los hogares sigue aguantando bien (representa alrededor del 20% del PIB).

Los bancos afrontan restricciones a la hora de conceder préstamo. Los recortes de tipos deberían contribuir a estimular la demanda interna, pero el crecimiento del crédito ha superado al de los depósitos en los últimos años. Esto ha dejado a la banca con una elevada ratio de préstamos sobre depósitos, algo que podría limitar su capacidad de otorgar préstamos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (objetivo: 90,000-95,000 puntos)

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 5,75%)

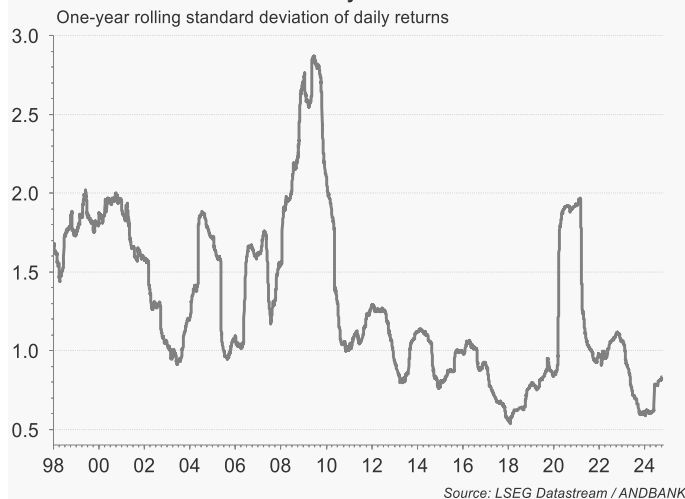
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

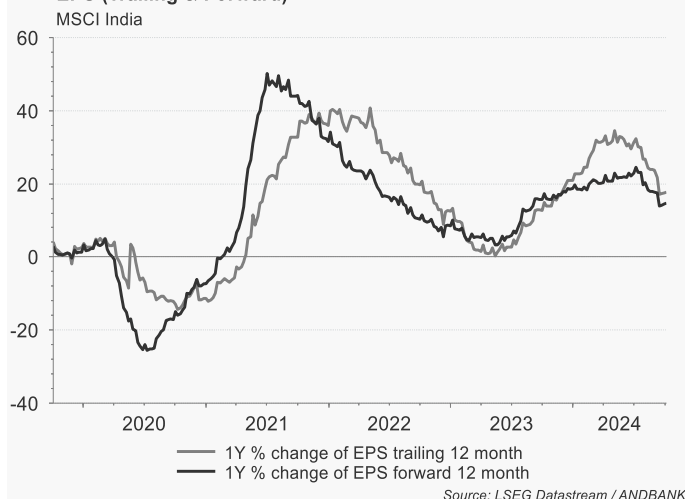
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





VIETNAM

Su creciente papel en el comercio regional le beneficiará en plena descentralización de las cadenas de suministro

Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Pese a persistir factores que podrían minorar el crecimiento del PIB vietnamita, tales como riesgos geopolíticos externos, la volatilidad en el ciclo de semiconductores y la incertidumbre en la recuperación económica de China, nos reafirmamos en la previsión de un crecimiento del 6% para el ejercicio 2024, recuperándose del 5% del ejercicio 2023. De ser así, Vietnam se contaría entre las economías de la ASEAN que más crecen. La continuidad de su fuerte crecimiento se apoya en tendencias demográficas y macroeconómicas seculares favorables, que de hecho le permiten convertirse en la estrella económica emergente de la ASEAN. Por lo que respecta a sus positivas tendencias demográficas a largo plazo, Vietnam cuenta con una clase media en fuerte crecimiento y con la tercera mayor población de la ASEAN, alrededor de 100 millones de habitantes. Esto augura un mayor gasto de consumo en los próximos años, a medida que la población crezca y se enriquezca. En cuanto a las tendencias macroeconómicas, Vietnam está pasando con éxito de fabricar productos de bajo coste a productos tecnológicos de mayor valor añadido, al tiempo que continúa centrándose en los servicios, el comercio minorista y el turismo. Estos sólidos fundamentos a largo plazo han incrementado significativamente la participación económica del país en el PIB total de la ASEAN, prácticamente doblándola: desde menos del 6% en 2000 hasta rondar el 12% en la actualidad.

Factores alcistas para la renta variable

21.000 millones de dólares en inversión extranjera directa en 2024. Vietnam atrajo en los ocho primeros meses de 2024 casi 21.000 millones de dólares en IED, lo que equivale a un incremento interanual del 7%. El sector manufacturero fue el principal receptor de las entradas de capital, con Singapur como mayor inversor al haber aportado casi 7.000 millones de dólares. La puesta en marcha de 2.247 nuevos proyectos y ajustes en el capital de otros 926 que ya estaban operativos son buena muestra de la confianza sostenida de los inversores.

EE.UU. y Vietnam estrechan lazos diplomáticos. El presidente vietnamita To Lam visitará EE.UU. para consolidar los lazos establecidos tras la reciente elevación de las relaciones entre ambos países a la categoría de Asociación Estratégica Integral, en virtud de la cual se mejora la cooperación en comercio, energía, educación y protección medioambiental. Algunas iniciativas implican inversiones en Vietnam en energías verdes y programas de desarrollo de la mano de obra.

Vietnam es la estrella económica en ascenso de la ASEAN. El país sigue consolidándose como líder económico en el Sudeste Asiático gracias a la fuerte IED y a ser puerta de entrada a la ASEAN. Su economía ha experimentado recientemente un crecimiento generalizado, pero particularmente en los sectores manufacturero y de servicios, lo que ha impulsado su PIB a cotas más altas. A medida que se descentralizan las cadenas de suministro mundiales, su papel en el comercio regional y unas tendencias demográficas favorables a largo plazo sientan las bases para que sus ventajas aumenten, convirtiéndolo en un destino cada vez más atractivo para las empresas multinacionales.

Los buenos datos de alta frecuencia indican que Vietnam mantiene el impulso. A partir de datos recopilados con alta frecuencia se concluye que tanto el sector manufacturero como el de servicios han salido reforzados en los dos últimos trimestres. El sector manufacturero creció un 7,2% en el primer trimestre y un 10% interanual en el segundo, al tiempo que el sector servicios lo hizo el 6,2% y 7,1%, respectivamente. La recuperación de ambos sectores es importante, ya que en conjunto suponen tres cuartas partes del PIB de Vietnam. La ASEAN también se beneficia del fuerte impulso de empresas chinas que, atentas a oportunidades de crecimiento fuera de China, invierten en la ASEAN.

Factores bajistas para la renta variable

Recuperación económica desigual y lenta en China. Los últimos datos de alta frecuencia sobre la actividad económica de China siguen apuntando a debilidad en las ventas minoristas y ralentización del sector manufacturero. Además, la dolorosa reestructuración de la deuda del sector inmobiliario chino tardará en resolverse. Por todo esto esperamos una ralentización del crecimiento chino del 5% en el primer semestre de 2024 al 4,7% en el segundo.

Riesgo de políticas debido a cambios de liderazgo. Empresas e inversores deberán tener en cuenta estos cambios, ya que pueden afectar a diversas políticas fiscales y económicas.

Próximas elecciones presidenciales en EE.UU. El conflicto comercial entre EE.UU. y China podría intensificarse dependiendo del resultado, ya que podría implicar aranceles comerciales más altos no sólo para China, sino potencialmente para todo el mundo, incluida la ASEAN.

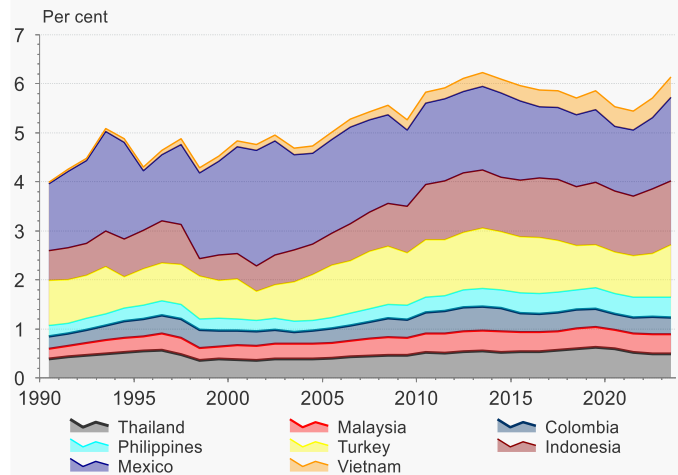
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (cotización objetivo: 1.500 puntos)

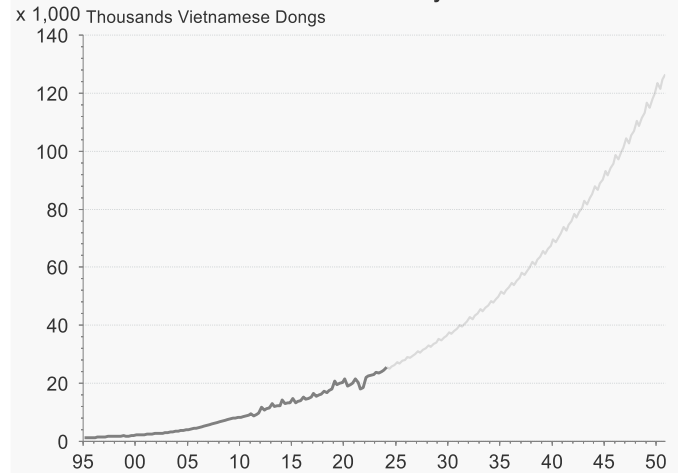
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Other EMs share of world GDP



EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total





ISRAEL

Lidiando con una inflación persistente y tipos de interés que se mantienen en niveles altos

Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

Las presiones inflacionistas continuaron en septiembre. La inflación general (IPC) aumentó en agosto en 0,9 pp (los analistas esperaban 0,5-0,6 pp), lo que situó la tasa interanual en el 3,6% (cuando en julio fue del +3,2%). El alza se debió principalmente a los componentes de vivienda (no obstante la mayor oferta de apartamentos), alimentación y transporte. La cifra de inflación superó el rango objetivo del Banco de Israel (1%-3%), suscitando inquietud por las prolongadas presiones inflacionistas que soporta la economía. Al mismo tiempo, el dato de crecimiento del PIB del segundo trimestre se revisó ligeramente a la baja hasta el 2,3%, ya que la guerra en Gaza siguió minando la confianza de las empresas y el gasto de consumo. El Banco de Israel mantuvo una actitud de prudencia y optó, en medio de las incertidumbres de la economía mundial y de seguridad, por no tocar los tipos de interés (4,5%). Suponemos que las persistentes presiones inflacionistas alejarán la posibilidad de bajadas de tipos en el corto plazo (quedan otras dos reuniones de política monetaria este año, en octubre y noviembre). En su último comunicado sobre tipos de interés, el Banco de Israel no preveía una primera bajada de tipos antes de mediados de 2025. En nuestra opinión, si no fuera por la guerra, el tipo de interés podría incluso haber subido. La guerra de Gaza contribuyó a aumentar la incertidumbre, afectando a la confianza de consumidores y empresas. Aun así, pese a estos retos, el impacto económico directo fue relativamente limitado y la economía mantuvo cierto crecimiento. El déficit presupuestario ha vuelto a aumentar: en los doce meses transcurridos hasta finales de agosto de este año fue del 8,3% del PIB, alejándose aún más del objetivo del 6,6% fijado por el Gobierno para 2024. El Ministro de Finanzas, Bezalel Smotrich, presentó el marco del borrador presupuestario para 2025 afirmando que el país financiaría el creciente gasto bélico con recortes presupuestarios e impuestos, en lugar de acumulando más deuda, con un objetivo de déficit del 4%. La cuestión principal era de dónde procederían esos recortes. El gobierno se ve sometido a una presión cada vez mayor para reducir el gasto destinado a apoyar a los grupos religiosos ultra ortodoxos y a los colonos en Palestina; pero es poco probable que lo haga, ya que en esos grupos tiene uno de sus principales apoyos. Otra opción es reducir el gasto en empleados públicos, pero las negociaciones con los sindicatos aún no han comenzado.

Renta fija

En los mercados de renta fija el mes de septiembre se caracterizó por una mayor volatilidad. El rendimiento de la deuda pública israelí aumentó con fuerza debido al mayor endeudamiento necesario para financiar el gasto militar y de defensa, así como al riesgo de que la calificación de solvencia soberana sufriera otra revisión a la baja. La pendiente de la curva de tipos-plazos se acentuó al reflejar los rendimientos de los bonos a corto plazo expectativas de inflación más elevadas, al tiempo que los rendimientos a largo plazo alcanzaron el 4,9% ante la preocupación generada por los crecientes déficits fiscales. El aumento de los rendimientos se vio exacerbado por la incertidumbre sobre la duración de la guerra y por su impacto económico. La exigencia por los inversores de unas primas de riesgo más elevadas para los activos israelíes contribuyó a ampliar los diferenciales entre los bonos del Tesoro de Israel y los de Estados Unidos.

Pese a estos retos la inversión extranjera en bonos israelíes se mantuvo, sobre todo porque los inversores mundiales buscaron oportunidades en sectores menos directamente afectados por la guerra como tecnología y energía. Mantenemos la opinión de que, debido al mayor nivel de riesgo, la duración debería seguir siendo corta, no superior a tres años.

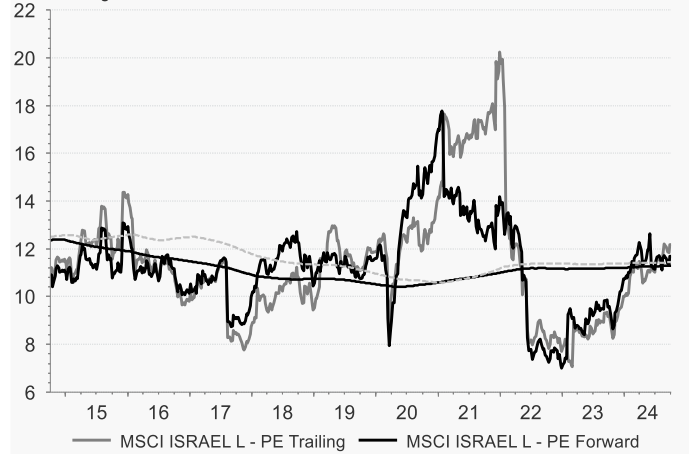
Renta variable

La Bolsa de Tel Aviv reflejó estas preocupaciones macroeconómicas, si bien la rentabilidad varió mucho en función del sector. En conjunto, su índice de referencia (TA-125) encajó el mes pasado un retroceso (-1,35%). Por sectores, los más castigados fueron consumo discrecional y turismo, muy afectados por la guerra y problemas de seguridad conexos. Las acciones turísticas se desplomaron al caer en picado las llegadas desde el extranjero, mientras que las del sector comercial minorista, al disminuir los viajes de vacaciones al extranjero, se beneficiaron de que los consumidores compraran más en mercados locales. Además, sectores con características defensivas como los de servicios públicos y sanidad mejoraron sus resultados en virtud de su estabilidad en épocas de incertidumbre. Las acciones sanitarias en particular se revalorizaron al inclinarse los inversores por activos percibidos como menos vulnerables a riesgos geopolíticos a corto plazo. También aguantaron bien los valores tecnológicos, con las empresas registrando sólidos beneficios pese a la situación. Expresamos una preferencia por el sector bancario por sus balances saneados y por el notable aguante exhibido el último año. Los últimos informes financieros de los bancos reflejan una rentabilidad media sobre recursos propios del 15%, cuando la mayoría de ellos siguen cotizando por debajo de su valor en libros.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

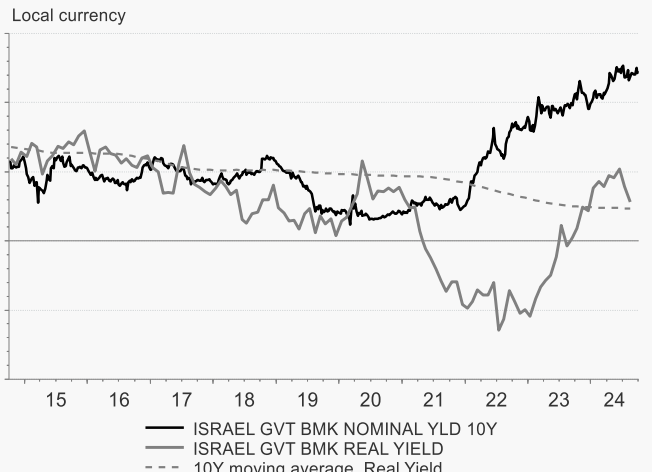
Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL
 Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL
 Deuda corporativa: NEUTRAL
 Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral a TCER

Israel price-to-earning ratio
 Trailing & Forward PE



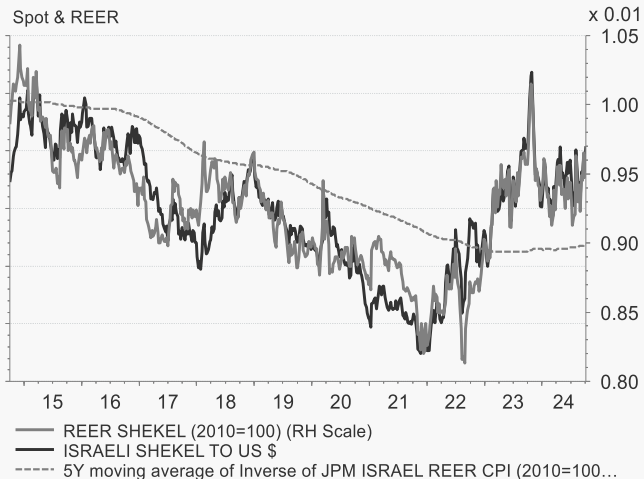
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Israel Shekel



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



BRASIL

Muchas cosas han cambiado en estos últimos meses

Brasil sube tipos el mismo día en que Estados Unidos los baja

El Banco Central de Brasil (BCB), reconocido internacionalmente por su capacidad de respuesta ante la inflación, pudo empezar a recortar los tipos de interés antes de que lo hicieran los países desarrollados. Hay quienes sostienen, con todo, que podría haberse precipitado al hacerlo. En efecto, tras haber esperado pacientemente a que EE.UU. iniciara su ciclo de recorte de tipos, se debate ahora seriamente la necesidad de elevar el tipo de referencia (Selic) ante una economía que opera actualmente por encima de su PIB potencial, lo que hace temer un recalentamiento. Un estudio elaborado por el *think tank* privado FGV/Ibre destacaba recientemente que, si bien la composición del crecimiento del PIB había mejorado, la expansión estaba impulsada en gran medida por factores de demanda, en particular por el gasto público. También señalaba que el consumo interno había superado el crecimiento del PIB, lo que es indicativo de que Brasil se aleja de su modelo tradicional de crecimiento basado en las materias primas para depender más de la demanda interna. Es esta dinámica la que plantea el riesgo de desatar nuevas presiones inflacionistas. Para contrarrestarla, numerosos economistas y analistas del mercado opinan que el BCB debería subir los tipos de interés de manera gradual, proponiéndose subidas de entre 150 y 250 pb en las próximas reuniones del Comité de Política Monetaria (Copom).

El BCB, considerando el nivel actual de la tasa Selic (10,5%) y la alentadora cifra de inflación de agosto (medida por el Índice Nacional de Precios al Consumidor Amplio, IPCA), bien podría adoptar un enfoque prudente y basado en datos y comenzar con subidas menores de tipos que moderasen las expectativas de inflación. Como nota positiva, la ampliación del diferencial de tipos de interés entre Brasil y EE.UU. (donde cabrían nuevos recortes de tipos) podría atraer inversión extranjera. Esta afluencia de capital de inversores en pos de mayores rendimientos podría imprimir un impulso a la economía brasileña.

El panorama fiscal continúa siendo, sin embargo, un factor importante de complicación, ya que el saneamiento de las finanzas públicas de Brasil es fundamental para no perder la confianza de los inversores. Si el Gobierno no logra controlar el déficit, la inquietud suscitada por el aumento de la deuda pública podría desencadenar una fuga de capitales y provocar la depreciación del real a pesar de la subida de tipos de interés. La creciente percepción de riesgo fiscal podría también elevar la prima de riesgo exigida por los inversores, lo que desluciría el atractivo de los activos brasileños. Desde que surgieron las preocupaciones fiscales la moneda brasileña ronda los 5,50 reales por dólar, habiendo superado recientemente los 5,70 reales en plena fase mundial de aversión al riesgo. La sostenibilidad fiscal es, por tanto, crucial para garantizar que las políticas monetarias del BCB surtan los efectos deseados, ya que sin ella Brasil correría el riesgo de entrar en un círculo vicioso de deterioro del tipo de cambio y alzas de la inflación que complicaría aún más sus perspectivas económicas.

La reforma fiscal se estanca

La reforma fiscal brasileña afronta importantes obstáculos en el Senado. El proyecto de ley, al que se presentaron más de 1.200 enmiendas, sigue estancado en la Comisión de Constitución y Justicia. El ambiente político previo a las elecciones municipales ha agravado los retrasos.

A continuación se detallan los principales puntos de discordia en la reforma. i) Tipo normal del Impuesto sobre Bienes y Servicios (IBS) y de la Contribución sobre Bienes y Servicios (CBS): se debate cuál debería ser el tipo normal, abogando algunos por tipos más bajos para aliviar la carga fiscal sobre ciertos sectores; ii) Composición de la Cesta Básica de Alimentos: existen desacuerdos sobre qué artículos deben incluirse en esta cesta básica y sobre cómo gravarlos; iii) Impuesto Selectivo (IS): se discute qué artículos específicos debería gravar este impuesto especial, con disparidad de opiniones sobre si sectores tales como biocombustibles, hostelería y servicios cooperativos deberían quedar exentos o beneficiarse de tipos reducidos.

Es improbable que se cumplan los requisitos del régimen de urgencia que aceleraría la reforma, por lo que la votación final podría retrasarse hasta después de octubre. Tal retraso sería reflejo de la complejidad y carácter polémico de los cambios propuestos, así como del contexto político más amplio.

Una nota (importante) sobre las elecciones municipales en Brasil

La dinámica de las próximas elecciones municipales está cambiando. Frente a las expectativas previas de enfrentamientos nacionales de perfil alto entre Lula y Bolsonaro, la atención parece centrarse en cuestiones locales y en quienes ocupan actualmente los cargos. Las encuestas indican que, de las 26 capitales de estado, al menos diez resolverían sus elecciones en primera vuelta, con una alta probabilidad de que salieran reelegidos los actuales alcaldes. De ser así, el desempeño local y los logros de los actuales municipios podrían influir más en el resultado electoral que figuras nacionales como Lula y Bolsonaro.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

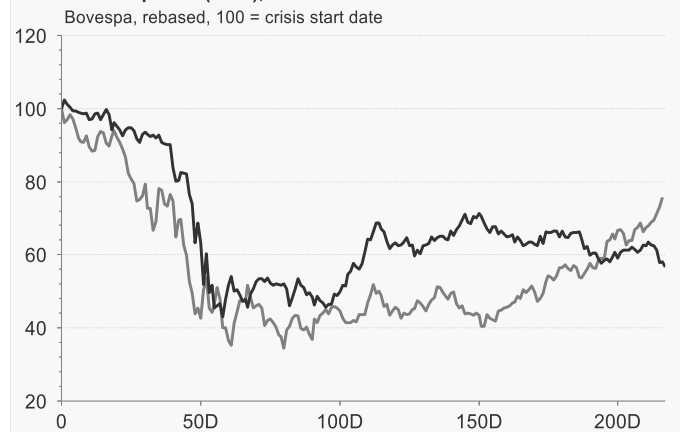
Renta variable (iBovespa): NEUTRAL
 Deuda Gobierno (local): SOBREPONDERAR (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,2%)
 Deuda Gobierno (USD): INFRAPONDERAR (dif. obj.: 300 pb; rend. obj.: 6.7%)
 Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,35)

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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRASIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



MÉXICO

La reforma judicial reduce el apetito de los inversores por los activos de riesgo mexicanos

Banco central

El Banco de México recortó en agosto en 25 pb el tipo de interés de referencia, frente a unas expectativas del mercado de que no habría cambios. La medida se justificó por los últimos datos de inflación, las previsiones sobre el nivel de precios y las recientes presiones sobre el tipo de cambio. El acta de la sesión reveló que el banco central podría aplicar otro recorte de 25 pb en la reunión de septiembre, dado que el tipo real *ex ante* seguía considerándose muy restrictivo. En el último informe trimestral sobre la inflación revisó además ligeramente al alza el tipo neutral. Los contratos a plazo reflejan expectativas de dos recortes de un cuartillo cada uno en 2024 y bajadas de tipos por un total de otros 175 pb a lo largo del próximo año.

Inflación y actividad

La inflación general se ralentizó en agosto al +4,99% interanual tras la subida de julio (+5,57%). El impacto negativo de la subida de los precios de los bienes no básicos comienza a disiparse a medida que bajan los precios de algunos productos agrícolas (frutas y hortalizas: -5,21%) tras un periodo de sequía y luego de fuertes lluvias. La inflación subyacente mantiene la tendencia a la baja 19 meses consecutivos, reduciéndose al 4% interanual, en el límite superior del rango objetivo de Banxico.

El banco central redujo su previsión de crecimiento económico para este año del 2,4% al 1,5% anual, y para 2025 del 1,5% al 1,2% anual. Varios indicadores mostraron una desaceleración durante el tercer trimestre.

Política

La reforma del sistema judicial aprobada tiene importantes implicaciones para la gobernanza y el Estado de Derecho, en particular en materia de independencia judicial, derechos de los ciudadanos y separación de poderes. A partir del próximo año la totalidad de jueces federales, incluidos los miembros del Tribunal Supremo, se elegirán por votación popular. En el caso de la economía y los activos financieros, la reforma podría elevar la percepción de riesgo por parte de los inversores, lo que iría en detrimento de la inversión extranjera directa, el cambio del peso y los bonos soberanos mexicanos. Además, la aprobación por vía rápida de otros cambios constitucionales, como la eliminación de varios organismos autónomos, puede aumentar aún más la incertidumbre sobre la inversión privada en el país. Por el momento los inversores encuentran poco consuelo en que la presidente electa, Claudia Sheinbaum, asegure a los inversores extranjeros que no deben preocuparse por la reforma y que sus inversiones en México siempre estarán protegidas. En otras noticias políticas relevantes, Sheinbaum anunció que mantendría a la mayor parte del actual gabinete económico, si bien con Rogelio Ramírez de la O, actual Secretario de Hacienda y Crédito Público, sustituirá a Arturo Herrera como Secretario de Hacienda.

Mercados financieros

Renta variable. Ofrecen oportunidades en el mercado local los sectores que se comportan bien en torno a las fechas de bajadas de tipos, en las fases finales del ciclo (como servicios básicos, bienes de consumo básicos y sanidad) y aquellos con crecimiento razonable de los beneficios y centrados en el ROIC y los flujos de caja, siempre que tengan niveles de valoración razonables. Sin embargo, dado el mal comportamiento del índice en lo que va de año, alcanzar el objetivo de final de año será más difícil, especialmente porque la incertidumbre política, agravada por las elecciones presidenciales en EE.UU., lastrará el último trimestre de 2024. Revisamos la estimación a 12 meses para MEXBOL de 58.800 a 55.000 puntos.

Renta fija y tipo de cambio. El diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y el bono del Tesoro de EE.UU. se mantuvo en torno a los 570 pb, tras haber llegado a superar los 600 pb durante la última fase de volatilidad. Nuestro objetivo para este diferencial se ha elevado a 575 pb, previéndose volatilidad para los próximos meses (con la presentación del Presupuesto para 2025 en noviembre, las reformas en curso y las elecciones estadounidenses). Reiteramos prudencia con la *duración* media de la cartera de deuda en pesos. En el caso del bono mexicano en dólares el diferencial subió a 190 pb, por lo que revisamos al alza el objetivo para este diferencial a 200 pb.

La depreciación del peso en lo que va de año supera el 10%. A comienzos de septiembre llegó a cambiarse a 20,15 unidades por dólar antes de retornar a niveles de 19,20. Pensamos que los ajustes en las expectativas de *carry trade* relacionadas con las decisiones del Banco de Japón, las expectativas de normalización de la Fed y el ruido político previo a las elecciones serán factores clave que influirán en la valoración de la divisa. Revisamos a 19,50 pesos por dólar el cruce previsto para final de año, sin descartar episodios de volatilidad en este último trimestre.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

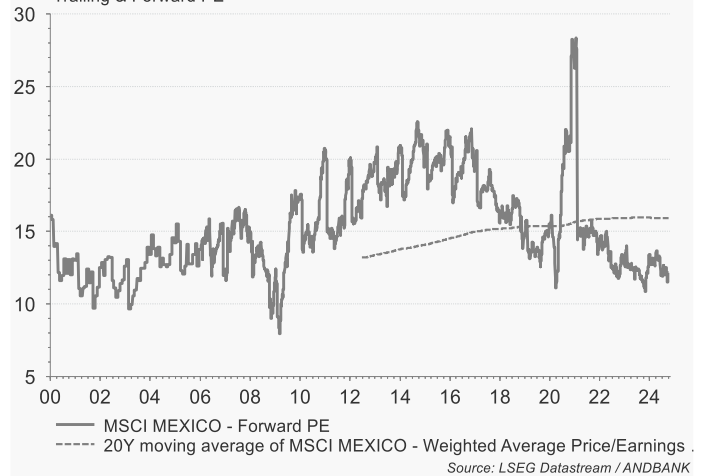
Deuda Gobierno (local): INFRAPONDERAR (dif. obj.: 575 pb; rend. obj.: 9,45%)

Deuda Gobierno (USD): INFRAPONDERAR (dif. obj.: 200 pb; rend. obj.: 5,70%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,50)

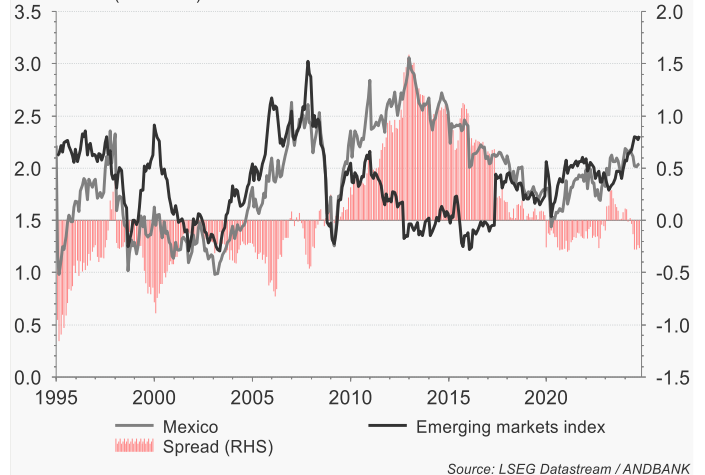
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



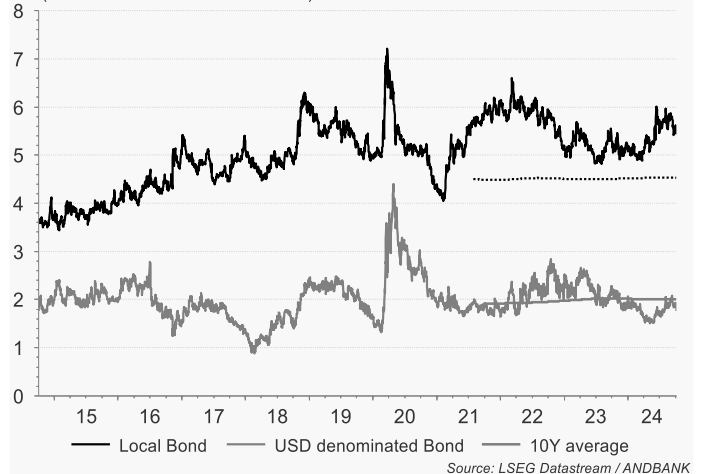
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

El Gobierno mantiene la austeridad fiscal e intenta que la inflación mensual se sitúe por debajo del 4%

Política: el Gobierno continúa abogando por el equilibrio fiscal

El Gobierno sigue empeñado en lograr un superávit primario equivalente al 1% del PIB en 2024. El presidente Javier Milei vetó recientemente una propuesta de ajustar el sistema de pensiones que habría incrementado el gasto público en un 1,5% del PIB, lo que habría socavado todos los esfuerzos por estabilizar las cuentas públicas. Además, el Gobierno ha anunciado que prevé eliminar a finales de año el Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS) en el caso de las importaciones, tras haber reducido hace poco el tipo del 17,5% al 7,5%. Si bien la medida puede empeorar a corto plazo el saldo fiscal, la mejora de la actividad económica y la elevación del impuesto sobre la renta (incluida en el paquete fiscal ya aprobado) compensarían la pérdida de ingresos asociada al PAIS, que de hecho ha sido un lastre para el crecimiento económico. A pesar del claro compromiso del Gobierno en cumplir sus obligaciones financieras existe poca transparencia sobre el modo en que prevé gestionar los vencimientos de deuda en los próximos años. Por ahora no parece haber prisa por apelar al mercado internacional de capitales o por asegurarse otro acuerdo con el FMI para obtener fondos adicionales.

Actividad económica: señales de recuperación

Al igual que en meses anteriores los sectores orientados a la exportación, como la agricultura, la minería y el petróleo y el gas, sostuvieron la actividad económica. Empieza a vislumbrarse con todo una recuperación en los sectores centrados en el mercado interior. La producción industrial aumentó en julio (+6,9%, dato desestacionalizado) y se recuperó del retroceso de junio (-1,4%), aunque continúa en contracción (-5,4% interanual). Registraron un crecimiento interanual, en particular, los sectores de alimentación y bebidas y de refinado de petróleo. La construcción también siguió recuperándose, con un aumento de la actividad en julio (+8%) que se suma a la de meses anteriores (+2% en junio y +7,7% en mayo). La actividad aún está significativamente por debajo de los niveles del año pasado (-20,4% interanual), pero el crecimiento mes a mes va reduciendo gradualmente la diferencia, como demuestran los datos de junio (-35,3% interanual) y mayo (-32,6% interanual). Por el lado de los ingresos, los salarios reales de los trabajadores registrados del sector privado se sitúan ahora aproximadamente al nivel de noviembre, antes de la devaluación de diciembre. Ahora bien, los asalariados privados registrados sólo representan un tercio de la población activa; de hecho, si se incluyen los empleados públicos y trabajadores privados no registrados, los salarios reales todavía son alrededor de un 10% inferiores a los de noviembre del año pasado.

Empresas: los anuncios de nuevas inversiones van a más

Tras la aprobación por el Congreso del Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI), que promete ampliar exenciones fiscales, reducir aranceles, suavizar gradualmente los controles de capital y garantizar el acceso de los inversores a tribunales de arbitraje internacionales, el ritmo de anuncio de proyectos de inversión en Argentina se ha acelerado notablemente. Por ejemplo, aunque Argentina no tiene actualmente producción de cobre, según Reuters habría ocho grandes proyectos en diversas fases de desarrollo, entre ellos los de Glencore, First Quantum Minerals y McEwen Mining. Estos proyectos podrían llevar la producción anual a 1,2 millones de toneladas, un nivel de producción comparable a los de Australia y Zambia (bien que todavía muy lejos del primer productor mundial, Chile, con 5,5 millones de toneladas). También se han anunciado importantes inversiones en el sector de los hidrocarburos, esperándose una rápida materialización debido a la creciente producción en la provincia de Neuquén, que alcanzó los 400.900 barriles diarios en junio, lo que supone un incremento interanual del 24,83%. En Río Negro, YPF y Petronás planean construir una planta de gas natural licuado con una inversión estimada de 30.000 millones de dólares. Además, Transportadora de Gas del Sur (TGS) invertirá 700 millones de dólares en ampliar la capacidad del Gasoducto Néstor Kirchner, que conecta los yacimientos de Vaca Muerta con la provincia de Buenos Aires. Por otra parte se prevén nuevos proyectos de producción de litio en Salta por un importe estimado de 9.000 millones de dólares.

Precios: la desinflación se desacelera y los próximos meses serán clave

La inflación aumentó en agosto un +4,2% mom. Es el cuarto mes consecutivo en que la inflación ronda el 4%. Los precios regulados siguieron tirando al alza del índice, con una notable subida en los servicios públicos (+7%). Para el Gobierno es fundamental que la inflación se reduzca aún más, ya que uno de los pilares clave de su plan económico es situarla en línea con el tipo de cambio, fijado en una paridad móvil del 2%. Para los próximos meses se espera una moderación del aumento de los precios gracias a la reducción del tipo del impuesto a las importaciones del 17,5% al 7,5% y al estrechamiento de la brecha cambiaria. Según la encuesta REM del Banco Central, los economistas prevén que la inflación anual se desplomará al 44,7% en los próximos 12 meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

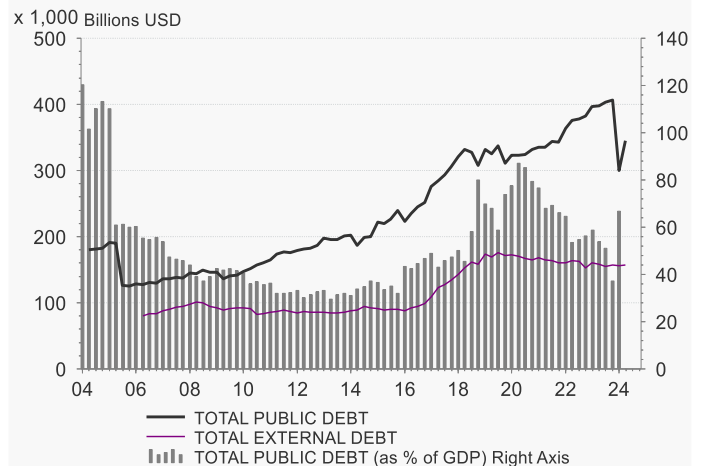
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.600)

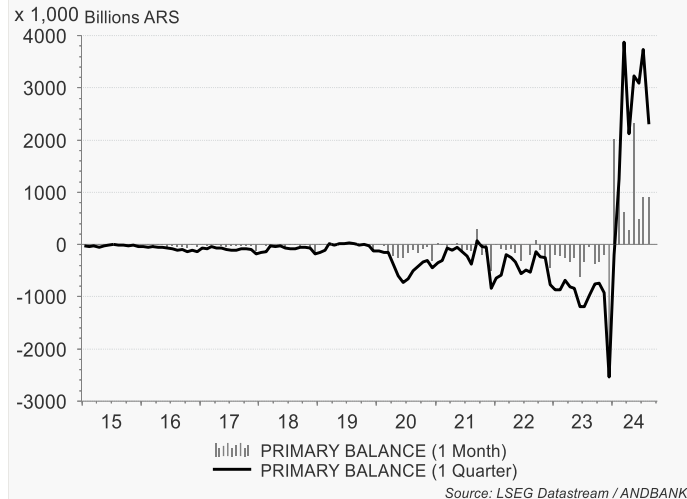
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENDA VARIABLE

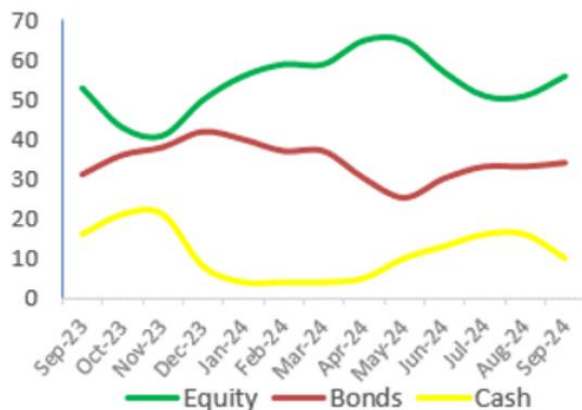
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2024	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (in 12 months view)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	264	10,6%	23,27	21,60	4,63%	0,77%	2,00%	5.700	6.139	7,7%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	38	-2,1%	14,12	13,51	7,40%	5,22%	5,00%	517	540	4,6%	MW
Spain IBEX 35	1.085	9,5%	11,21	10,72	9,33%	6,38%	5,70%	11.637	12.167	4,6%	MW
Mexico IPC GRAL	4.550	10,2%	11,52	11,36	8,80%	-0,55%	-0,90%	51.675	52.406	1,4%	UW
Brazil BOVESPA	17.015	12,0%	8,50	7,74	12,92%	0,66%	-1,10%	131.672	144.644	9,9%	MW
Japan NIKKEI 225	1.891	25,6%	21,98	20,43	4,89%	4,02%	4,00%	38.636	41.568	7,6%	MW
China SSE Comp.	309	14,6%	10,88	10,79	9,27%	7,17%	4,80%	3.336	3.365	0,9%	UW
China Shenzhen Comp	125	23,6%	16,06	15,44	6,48%	4,38%	1,25%	1.927	2.005	4,0%	UW
India SENSEX	4.262	24,4%	22,10	19,19	5,21%	-1,61%	-2,00%	81.778	94.190	15,2%	OW
Vietnam VN Index	142	30,5%	10,31	8,95	11,18%			1.271	1.463	15,2%	OW
MSCI EM ASIA	47	22,3%	15,06	14,00	7,14%			653	702	7,6%	OW

ANDBANK ESTIMATES

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

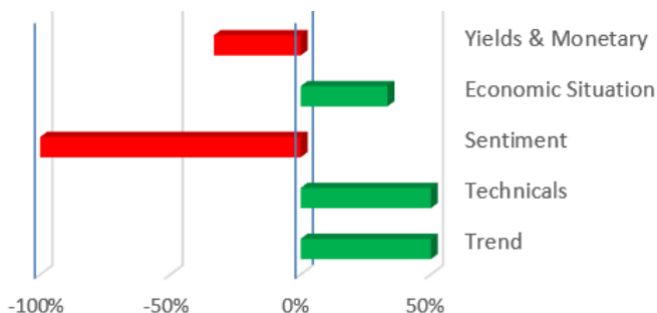
Asignación dinámica de activos (Ned Davis Research)



Asignación táctica de activos

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

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)



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

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



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

SECTION A: EARNINGS OUTLOOK

Exhibit 1A. STOXX 600: Q2 2024 Earnings Dashboard

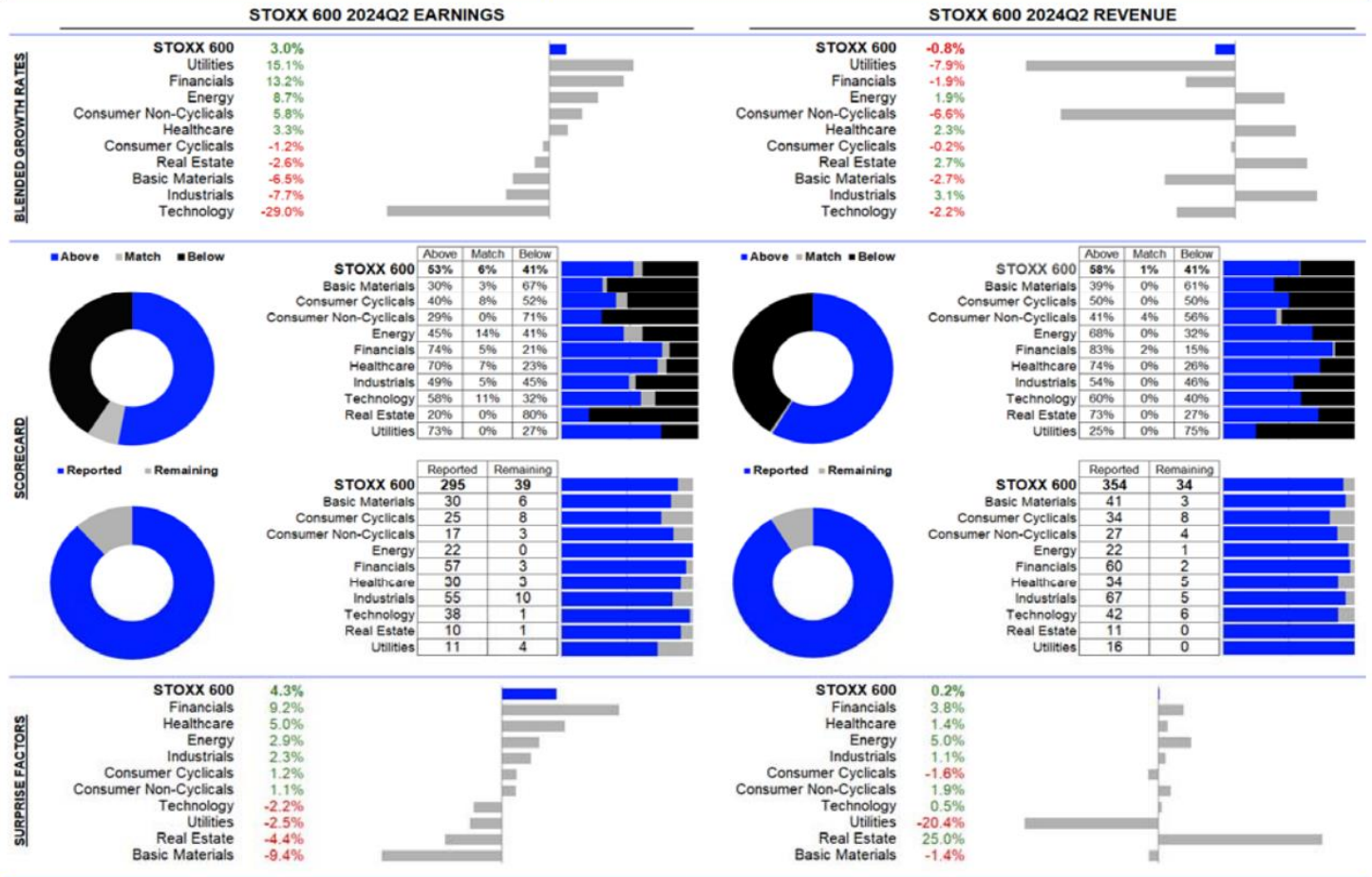
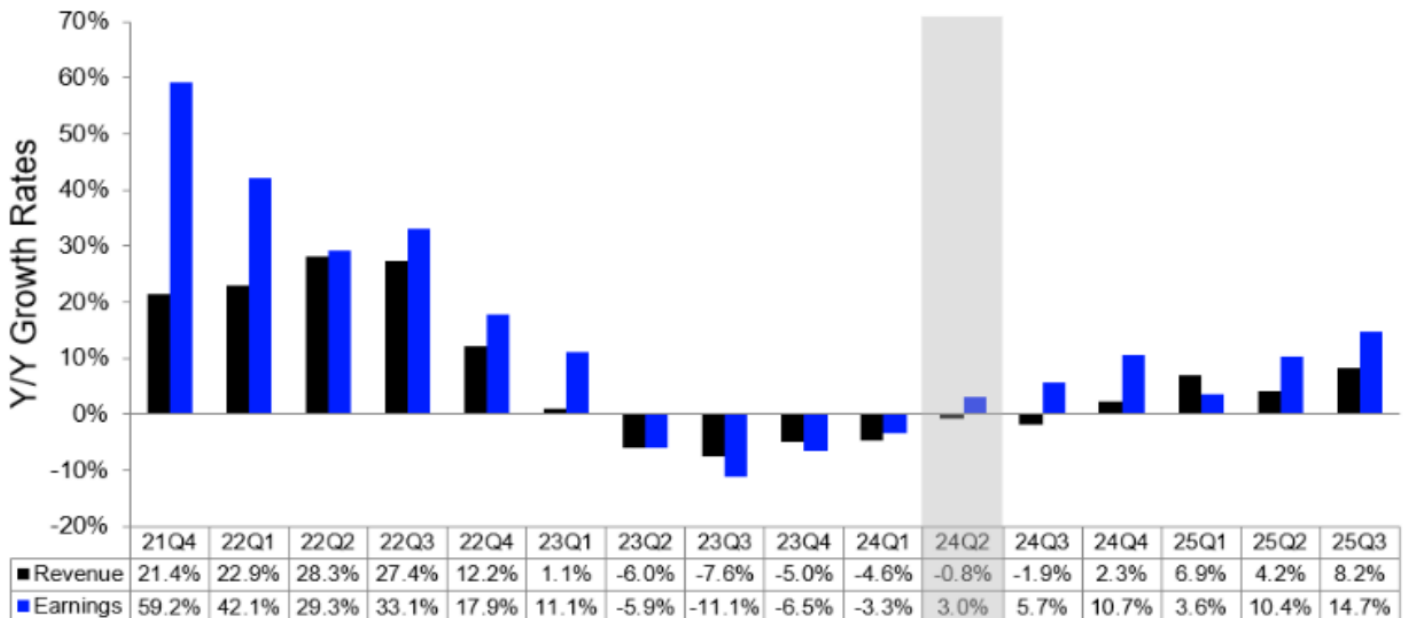


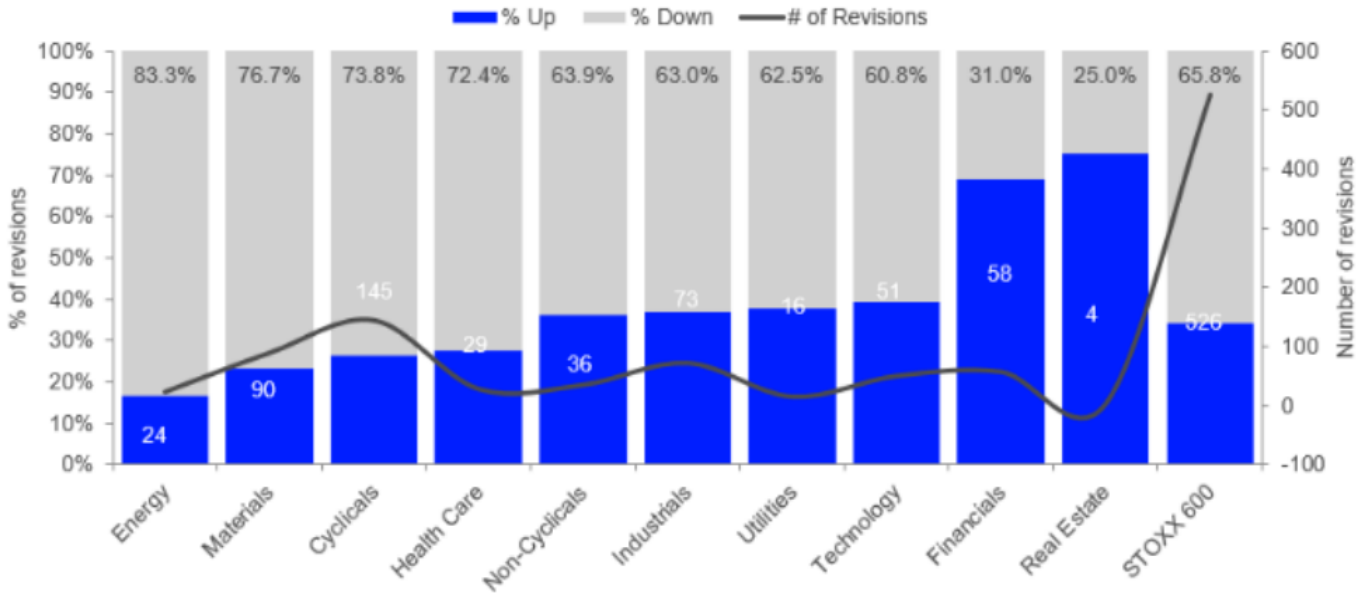
Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S

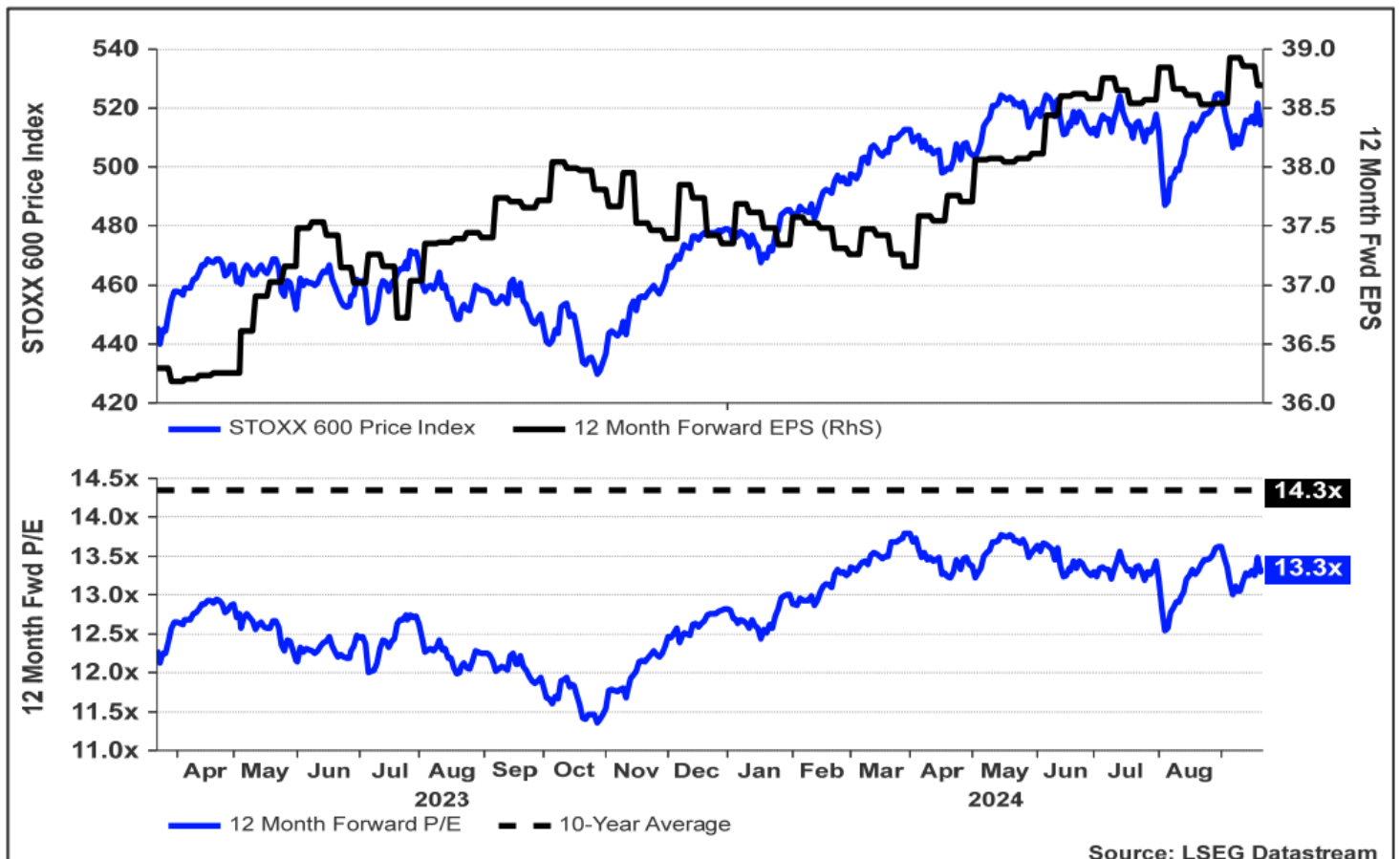
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

Source: LSEG Datastream

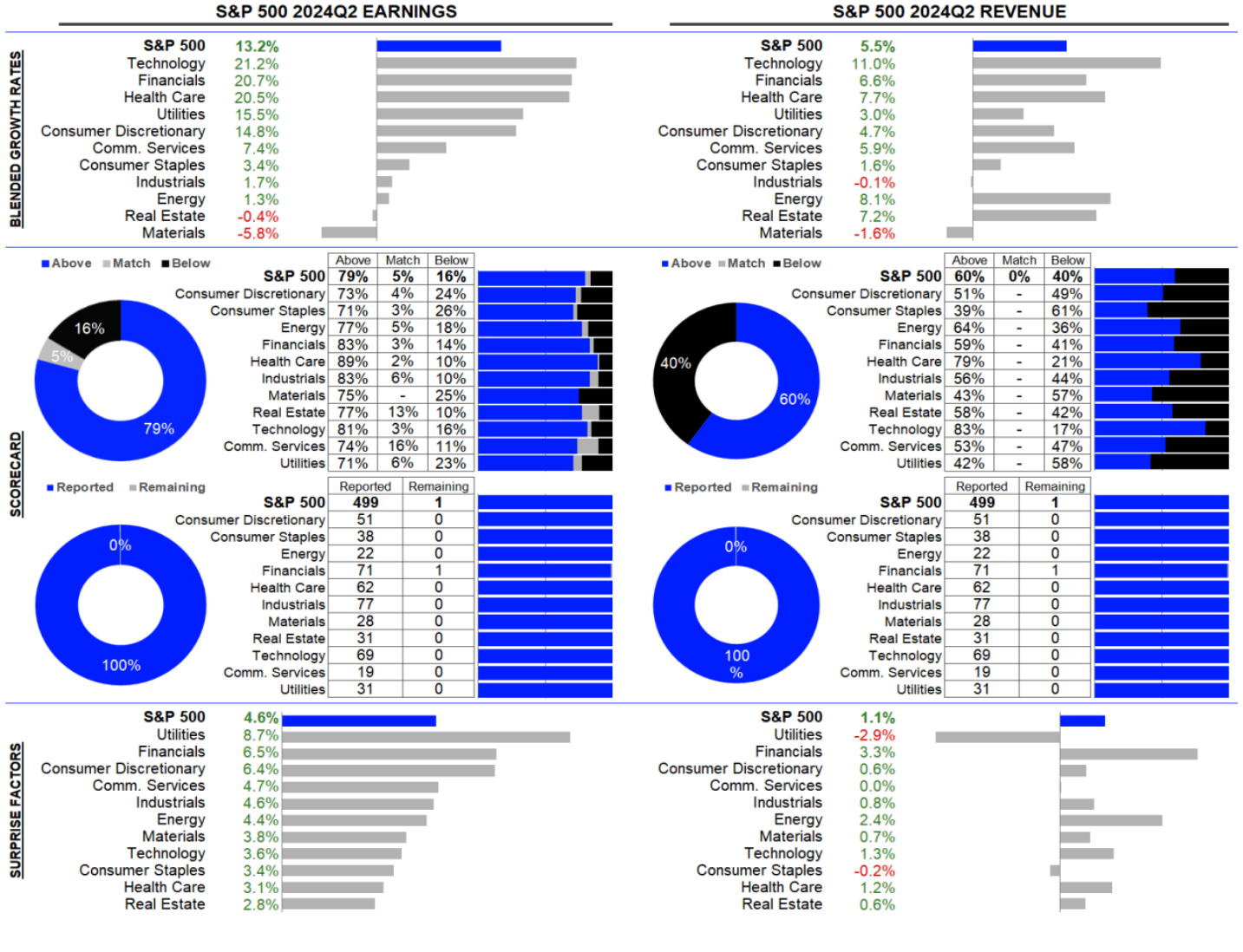


ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

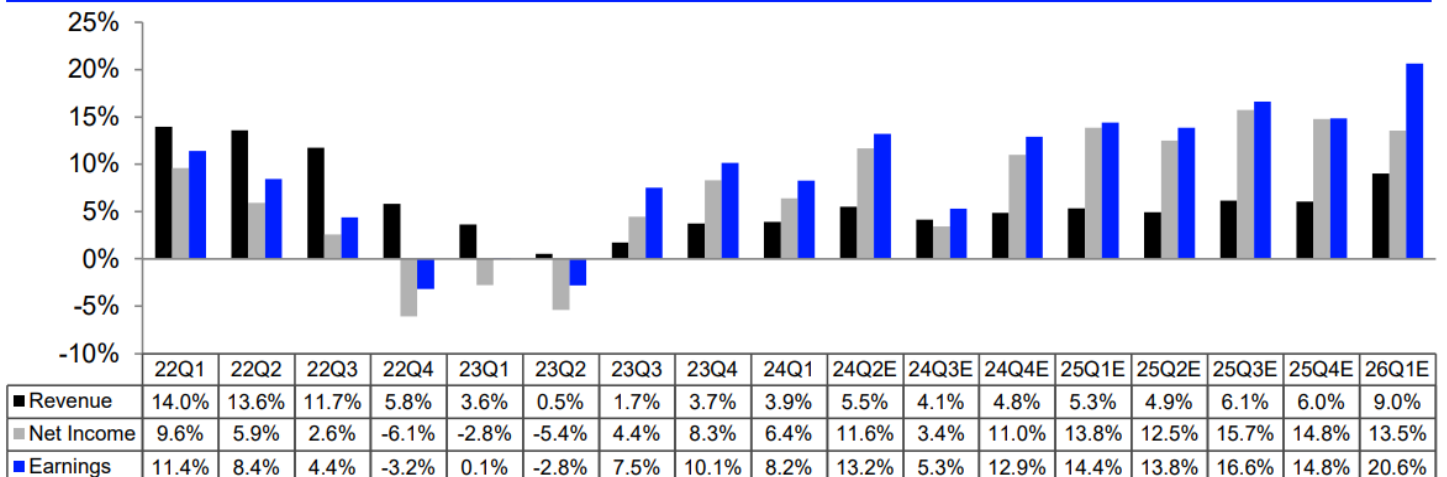
Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

EARNINGS DASHBOARD

Exhibit 1. 2024Q2 S&P 500 Earnings Dashboard



Source: LSEG I/B/E/S





MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 75-95 USD/barril

Comprar por debajo de 75 USD; vender por encima de 95 USD.

Por primera vez en muchos trimestres casi todos los acontecimientos del mercado energético tienden en la misma dirección (a la baja), lo que empuja al crudo hacia el extremo inferior de nuestro rango.

(Factor bajista) – Algunos analistas conjeturan que la OPEP+ podría reducir pronto los precios para colocar más volumen en el mercado. Los precios actuales siguen muy por debajo de la supuesta zona de confort de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus países aliados (OPEP+), aunque dada la firmeza en la producción de países ajenos al grupo la capacidad de este para impulsar al alza los precios no está nada clara. La decisión de la alianza la semana pasada de aplazar dos meses los aumentos de producción previstos se consideró una confirmación de la delicada dinámica de la demanda. «Tengo la creciente sospecha de que la OPEP+ está renunciando a mantener los precios para colocar más volumen en el mercado», afirmó Arne Lohmann Rasmussen, analista jefe de Global Risk Management. Pensamos que la disciplina de grupo no se romperá y que la OPEP+ seguirá reduciendo la oferta y sosteniendo el precio. Tal estrategia mantendría a corto plazo el precio del crudo dentro de nuestro rango.

(Factor bajista) – La economía china se ralentiza. La producción industrial china se ralentizó en agosto, marcando su menor tasa de crecimiento de los últimos cinco meses, al tiempo que siguieron debilitándose las ventas minoristas y el precio de la vivienda de nueva construcción. Los flojos datos publicados en agosto estuvieron en consonancia con las débiles cifras de préstamo bancario de septiembre, que subrayan el menor crecimiento en el tercer trimestre de la segunda mayor economía del mundo, cuyo PIB asciende a 18,6 billones de USD. La producción industrial creció en agosto al 4,5% interanual, por debajo del 5,1% de julio, y a la menor tasa desde marzo. Las ventas minoristas, un indicador clave del consumo, aumentaron en agosto tan sólo un 2,1%, desacelerándose desde el 2,7% de julio, y ello pese al pico de los viajes estivales. Este debilitamiento de la actividad económica ya ha llevado a las agencias de valores de todo el mundo a reducir sus previsiones de crecimiento para China en 2024 por debajo del objetivo oficial del Gobierno, que se sitúa en torno al 5%.

(Factor bajista) – Acumulación de reservas en China. En agosto almacenó volúmenes enormes de crudo, más que en cada uno de los 14 meses anteriores, confirmando que el repunte de las importaciones de petróleo se debió al almacenamiento y no al consumo. El mayor importador de crudo del mundo acumuló en agosto 11,56 millones de barriles de petróleo diarios (Mbpd); con una producción nacional de 4,20 Mbpd, eso supone poner a disposición de las refinerías un total de 15,76 Mbpd. Beijing no divulga los volúmenes de crudo que entran o salen de sus reservas estratégicas y comerciales, pero cabe estimarlos restando el crudo procesado. Las refinerías chinas procesaron 13,91 Mbpd en agosto, una cifra significativamente inferior a los 15,23 Mbpd de agosto de 2023.

(Factor bajista) – EE.UU. no prevé endurecer las sanciones al sector petrolero venezolano. Impuso más sanciones a funcionarios alineados con Maduro, pero se abstuvo de hacerlo al sector petrolero de Venezuela. Esta decisión permitirá a Chevron mantener su posición en el país, mantener el abastecimiento mundial y evitar que los precios internacionales del crudo suban antes de las elecciones estadounidenses.

(Factor bajista) – La capacidad de refino de petróleo ociosa de Rusia ascendió al 14,5% de su capacidad total de refino, tras aumentar en septiembre un 34% respecto a agosto. Una mayor capacidad de refino ociosa suele facilitar las exportaciones de crudo (la carga de crudo de los puertos bálticos de Primorsk y Ust-Luga en septiembre se revisó al alza en 0,2 millones de toneladas, a 6,2 millones de toneladas). El aumento de las exportaciones de crudo podría facilitar una reducción de los precios internacionales del crudo. La capacidad primaria ociosa total de petróleo en Rusia entre enero y septiembre ascendió a 32 millones de toneladas, un 23% más que en el mismo periodo de 2023.

(Factor bajista) – La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) advierte de «brusca desaceleración» en el crecimiento de la demanda mundial de petróleo. El incremento interanual fue de 800.000 bpd en el primer semestre de 2024, el menor desde 2020; para el conjunto del año, la demanda mundial de petróleo previsiblemente aumentará en 900.000 bpd en 2024 y en 950.000 bpd en 2026. Se trata de volúmenes drásticamente inferiores a los 2,3 Mbpd registrados en 2023. El principal factor es la rápida desaceleración económica de China, cuyo consumo de petróleo se contrajo en julio por cuarto mes consecutivo. En el resto del mundo el crecimiento de la demanda de petróleo es tibio en el mejor de los casos.

(Factor bajista) – Los operadores recortan sus previsiones sobre la evolución del precio del crudo a medida que se atenúan las perturbaciones a gran escala en los flujos de petróleo de Oriente Medio y que aumenta el riesgo de recesión. La demanda especulativa de petróleo se ha desplomado hasta mínimos históricos, en 7 Mbpd de media en los dos últimos meses, según Goldman Sachs. En una nota fechada el 10 de septiembre, el banco de inversión afirmaba que podría revisar a la baja su reciente previsión de que el barril de Brent rondaría los 77 USD el próximo trimestre. Los grandes intermediarios barajaban precios de hasta 60 USD/barril en la APPEC 2024, muy lejos de las previsiones de 100 USD/barril de hace menos de seis meses. Los analistas del sector de S&P Global Commodity Insights esperaban que las entregas físicas de Brent se hicieran a 82 USD/barril en septiembre, para abaratarse a 80 USD/barril a finales de año.

(Factor neutral) – Descubrimiento en Pakistán. Según Oilprice.com, se ha descubierto un importante yacimiento de petróleo y gas natural en aguas territoriales pakistaníes, un depósito tan grande que su explotación podría cambiar el futuro del país. Según algunas estimaciones constituiría la cuarta mayor reserva de petróleo y gas del mundo. Venezuela tiene las mayores reservas mundiales de petróleo, con unos 304.000 millones de barriles. Arabia Saudí, Irán, Canadá e Irak están entre los otros cinco primeros; Estados Unidos, por su parte, es el país con más reservas de petróleo de esquisto sin explotar. Sin embargo, las preocupaciones por la seguridad y los costes disuadirán a las compañías petroleras internacionales de iniciar cualquier trabajo de explotación en la zona.

Factores a largo plazo

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

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

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



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 2.200-2.400 USD/onza

Comprar por debajo de 2.200 USD; vender por encima de 2.400 USD.

Factores positivos para el oro

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

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

Factores negativos para el oro

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

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2525 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) es de 2.055 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.287 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.611 USD/onza.

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

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 2,65x, superó su media de los últimos 20 años de 1,64x, lo que indicaría que el oro se ha encarecido respecto al paladio. Suponiendo que el paladio está bien valorado, para que la ratio retornase a su media de largo plazo el oro debería cotizar a 1.550 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 36,98x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,90x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 85 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 75-95 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.691 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido. Durante los periodos 2010-2017 y 2020-2022 la desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija —el hecho de no pagar cupón— quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos nominales negativos, brindando argumentos de peso para comprar oro. Pero tal circunstancia ya no existe y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, ganando atractivo frente a un activo que vuelve a sufrir la desventaja de no pagar cupón.

Pasemos a los cuatro riesgos identificados para el recorrido alcista del oro. El alza del oro de 1976-80 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocando una apreciación del USD. El rally de 1985-88 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, el USD). En el periodo 2001-11 (cuando la cotización del oro se disparó de 300 a 1.800 USD/oz), la política de «cañones y mantequilla» de George W. Bush estimuló alzas en países de mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro... y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. Por lo tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) tipos nominales más altos; 2) aumento de los tipos reales; 3) apreciación del USD; y 4) pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su 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.**

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

- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO). El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente. Esto conduce a una escasez relativa de dólares y, en consecuencia, a un repunte del índice del dólar. Pensamos que la balanza por cuenta corriente estadounidense seguirá mejorando hacia su nivel medio histórico del -3% del PIB, un nivel que debería mantener el USD apuntalado y estable, lejos de un fuerte repunte que hundiría el precio del oro. Pero si las relaciones comerciales entre EE.UU. y China siguen deteriorándose, el déficit por cuenta corriente estadounidense podría incluso reducirse y situarse en el 2% del PIB. En tal escenario, el flujo de USD desde EE.UU. hacia el mundo sería la mitad que en otros periodos, lo que podría sostener bien el índice del USD y limitar al alza el precio del oro. Asimismo, una Fed más decidida en su estrategia de endurecimiento podría provocar una cierta escasez de dólares.

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

- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo BAJO). Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable y el precio del oro ha exhibido cierta dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011, ya que fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese periodo. Si, como está sucediendo ahora, esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido; pero, por el momento, no está claro que la riqueza generada en Asia pueda resurgir en el corto plazo.



DIVISAS

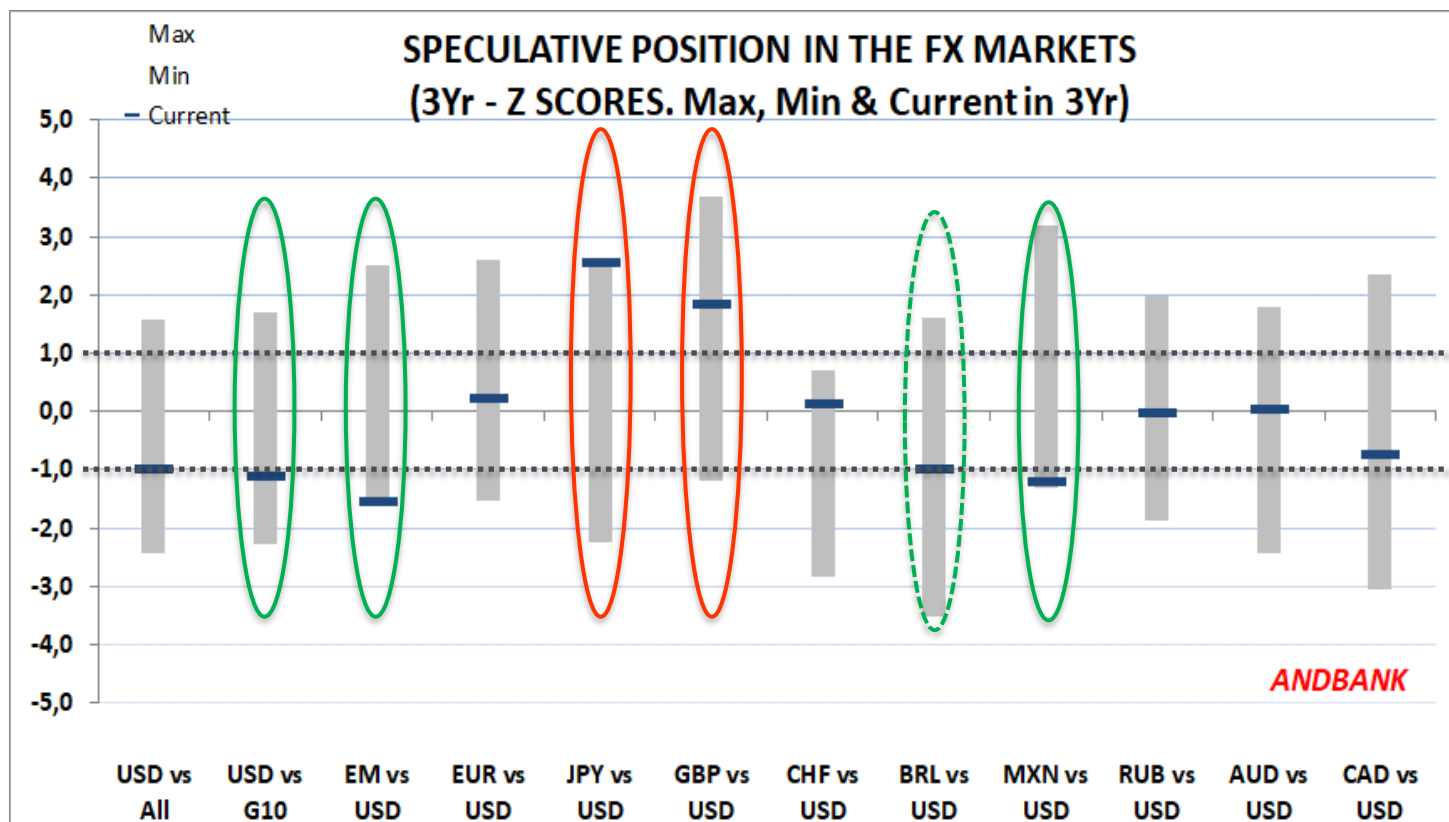
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-14,10	-5,27	32,6	-28,2	4,8	-0,97
USD vs G10	-14,46	-5,45	36,3	-25,4	6,1	-1,10
EM	-0,36	-0,18	4,2	-0,8	1,7	-1,52
EUR	10,02	-2,96	23,4	-8,6	7,8	0,24
JPY	5,76	3,52	5,8	-15,0	-8,1	2,58
GBP	7,29	-0,16	11,5	-6,5	-0,1	1,85
CHF	-2,86	0,80	0,2	-7,0	-3,1	0,15
BRL	-0,68	0,28	0,7	-1,0	-0,2	-0,96
MXN	0,32	-0,46	4,3	-0,5	1,7	-1,18
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-0,78	0,53	6,1	-6,7	-1,0	0,05
CAD	-4,88	3,30	6,1	-14,2	-1,5	-0,73

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 21

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	3,3%	19,5%	5.700	6.139	7,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,4%	7,9%	517	540	4,6%
	Euro Zone - Euro Stoxx	1,8%	7,5%	510	533	4,6%
	SPAIN - IBEX 35	3,8%	15,2%	11.637	12.166	4,6%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,3%	-10,0%	51.675	52.406	1,4%
	BRAZIL - BOVESPA	-3,3%	-1,9%	131.672	144.644	9,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	4,3%	15,5%	38.636	41.568	7,6%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	19,8%	12,2%	3.336	3.365	0,9%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	26,7%	4,9%	1.927	2.005	4,0%
	INDIA - SENSEX	-0,8%	13,2%	81.688	94.087	15,2%
	VIETNAM - VN Index	-0,4%	12,4%	1.271	1.463	15,2%
	MSCI EM ASIA (in USD)	11,8%	20,3%	653	702	7,6%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,5%	3,0%	3,86	3,70
UK 10 year Gilt		-0,7%	-1,6%	4,06	4,50	0,6%
German 10 year BUND		0,4%	4,9%	2,19	2,20	2,1%
Japanese 10 year Govie		0,1%	-3,4%	0,88	1,25	-2,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,9%	2,4%	2,95	3,05	2,2%
	Italy - 10yr Gov bond	0,9%	4,2%	3,50	3,60	2,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,9%	2,2%	2,72	2,80	2,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,6%	0,2%	2,52	2,60	1,9%
	Greece - 10yr Gov bond	0,9%	1,5%	3,12	3,20	2,5%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	3,4%	59,39	75	3,4%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,0%	5,4%	313,72	450	2,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	4,8%	53,78	75	4,8%
	Credit USD HY - CDX HY	0,5%	7,7%	330,57	450	4,6%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-3,4%	-14,5%	27,68	25,00	49,1%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	-13,4%	15,11	25,00	-64,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	3,4%	6,63	5,50	15,6%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,8%	8,3%	6,82	5,75	15,4%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,4%	7,1%	5,66	5,25	8,9%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,4%	5,7%	2,10	1,50	6,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	2,6%	3,76	3,25	7,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,4%	3,2%	2,50	2,00	6,5%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	1,7%	2,73	3,40	-2,7%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	0,7%	3,9%	2,89	2,75	4,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-1,5%	1,47	2,50	-6,8%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,7%	2,9%	9,36	9,45	8,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,4%	3,4%	5,64	5,70	5,1%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-1,3%	-8,3%	12,26	11,20	20,7%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	3,2%	5,1%	5,82	6,70	-1,3%
Commodities	Oil (WTI)	8,1%	5,0%	74,9	85,00	13,6%
	GOLD	5,7%	31,6%	2.660,3	2.300	-13,5%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	0,0%	1,10	1,05	-4,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,2%	3,5%	1,32	1,29	-2,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,7%	-3,4%	0,84	0,81	-2,7%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,6%	1,2%	0,85	0,87	2,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,2%	1,2%	0,94	0,91	-2,8%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,9%	3,9%	146,53	140,00	-4,5%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,5%	3,9%	161,66	147,00	-9,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	-3,0%	13,9%	19,32	19,50	0,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-3,6%	14,0%	21,29	20,48	-3,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,9%	12,9%	5,48	5,35	-2,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-3,3%	12,8%	6,04	5,62	-7,0%
	USDARS (price of 1 USD)	1,9%	20,2%	971,50	1.000	2,9%
	USDINR (price of 1 USD)	0,0%	0,9%	83,95	83	-1,1%
	CNY (price of 1 USD)	-1,3%	-1,1%	7,02	7,50	6,9%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

Together
Everyone
Achieves
More



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



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



Guillermo Babé
Europe: Equity
+41 22 818 39 40



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



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



Juan Manuel Lissignoli
Argentina & Cono Sur: Bonds, FX, Macro
& Politics. +598 2626 2333



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



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



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



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

AVISO LEGAL

Página 23

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

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

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

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

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

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

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

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

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