

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

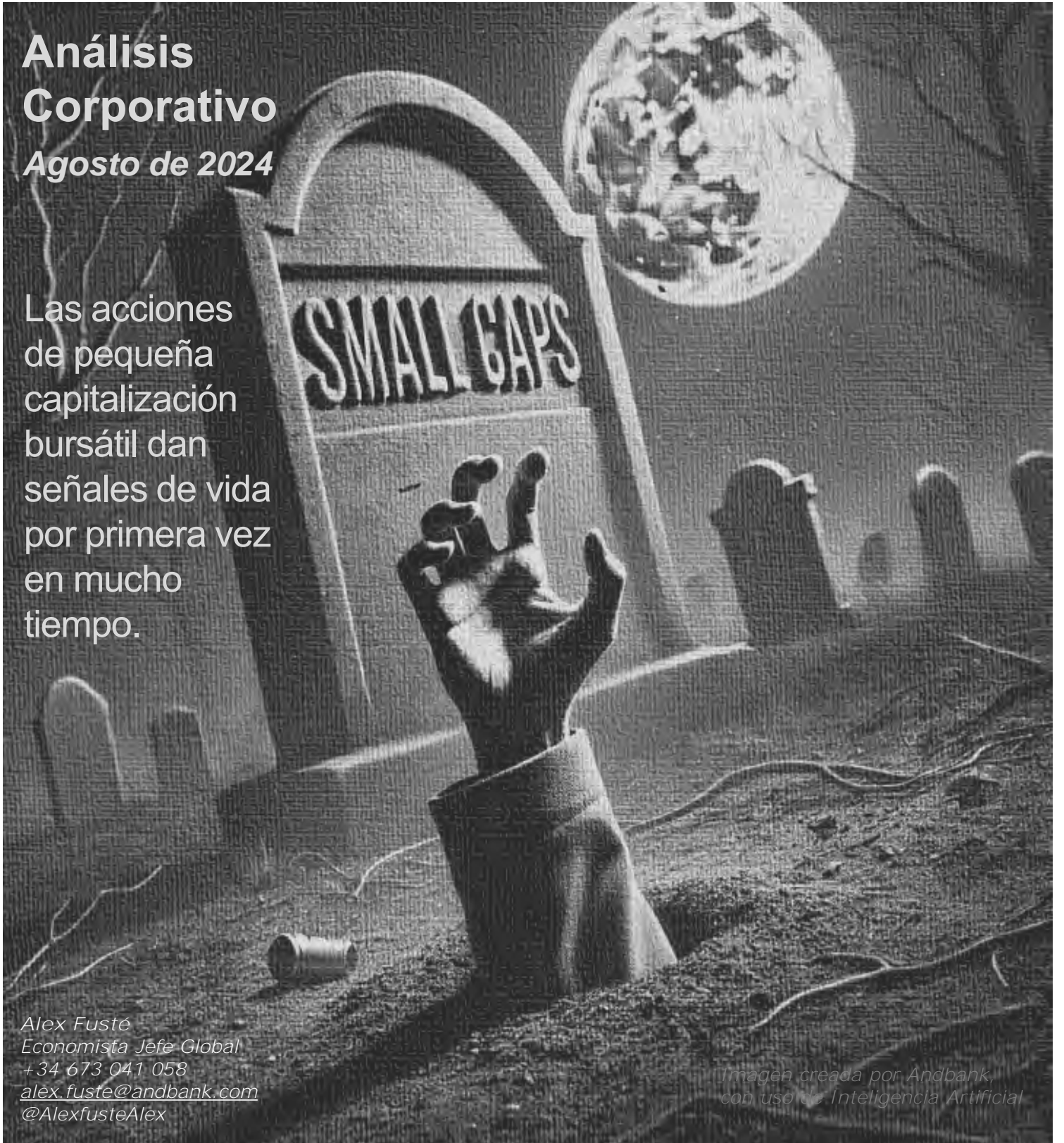
Opinión corporativa mensual de Andbank – Agosto y septiembre de 2024

## Análisis Corporativo Agosto de 2024

Las acciones de pequeña capitalización bursátil dan señales de vida por primera vez en mucho tiempo.

Alex Fusté  
Economista Jefe Global  
+34 673 041 058  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://www.instagram.com/AlexfusteAlex)

Imagen creada por Andbank,  
con uso de Inteligencia Artificial



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICO DEL MES

Flujos de entrada históricos durante julio en Small Caps, pero la duración de esta rotación está en duda..



Esta rotación hacia las small caps se exacerbó a partir de varios drivers: 1) Ley de Chips (una regulación que sugiere que Estados Unidos está considerando restricciones más severas en su represión de chips contra China). 2) El Cambio Estacional Inminente (la primera quincena de agosto es el quinto peor período de dos semanas del año). Giro de la Fed. 3) Un entorno macroeconómico favorable a las small caps (el crecimiento económico se mantiene por encima de la tendencia, con el PIB-Now de la Fed de Atlanta para el segundo trimestre aumentando a +2.7% desde +2.0%). 4) Resultados positivos de los bancos, que respaldan la Tesis del Primer Cuadrante.

Sin embargo, a pesar de esta rotación (por venta masiva en acciones de crecimiento), los fundamentos de los semiconductores siguen siendo favorables. Algunos indicios son claros, como que TSMC vuelve a superar las expectativas en sus resultados de julio, acompañado por el avance continuo en las capacidades de IA. Por el contrario, algunos fundamentos en un gran número de empresas de pequeña capitalización continúan generando dudas: 1) Lecturas cautelosas de los inversores sobre las actualizaciones corporativas de acciones minoristas como Five Below, Leslie's, Hugo Boss y Burberry. Muchos minoristas rezagaron a pesar de la rotación generalizada. 2) Industrias importantes (como las aerolíneas) aún necesitan reducir capacidad, como lo evidencia la débil guía del tercer trimestre de United. 3) Señales de debilidad industrial en las actualizaciones de guidance para ABB, Atlas Copco, JB Hunt, PPG y Autoliv. 4) Dudas sobre si China apoyará la rotación, ya que las conclusiones del Tercer Pleno de China decepcionaron debido a la ausencia de un compromiso con un estímulo fiscal agresivo.



### RENTA VARIABLE

Página 2

Indices	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price Next 12 months	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5,459	5,532	1,3%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	513	515	0,4%	MW-OW
Spain IBEX 35	11.166	11.475	2,8%	MW-OW
Mexico IPC GRAL	52.820	58.948	11,6%	MW-OW
Brazil BOVESPA	127.492	135.000	5,9%	MW
Japan NIKKEI 225	37.667	44.607	18,4%	OW
China SSE Comp	2.892	3.085	6,7%	UW
China Shenzhen Comp	1.562	1.731	10,8%	UW
India SENSEX	81.421	86.641	6,4%	OW
Vietnam VN Index	1.247	1.512	21,2%	OW
MSCI EM ASIA	585	619	5,8%	OW

### RENTA FIJA - MERCADOS DESARROLLADOS

#### DEUDA SOBERANA PRINCIPAL, PERIFÉRICA Y CORPORATIVA

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price 12 months view	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govt	2,1%	-0,2%	4,17	4,50	1,5%
UK 10 year Gilt	1,7%	-2,1%	4,05	4,50	0,5%
German 10 year BUND	1,0%	2,0%	2,38	2,50	1,4%
Japanese 10 year Govt	0,2%	-4,7%	1,02	1,25	-0,8%
Spain - 10yr Gov bond	3,9%	-0,1%	3,20	3,35	2,0%
Italy - 10yr Gov bond	3,0%	1,8%	3,73	3,90	2,4%
Portugal - 10yr Gov bond	2,1%	-0,4%	2,99	3,10	2,1%
Ireland - 10yr Gov bond	3,4%	-2,3%	2,78	2,90	1,9%
Greece - 10yr Gov bond	2,5%	-1,0%	3,36	3,50	2,2%
Credit EUR IG -Itraxx Europe	0,6%	2,7%	54,60	75	3,6%
Credit EUR HY -Itraxx Lower	1,3%	4,6%	297,32	450	3,0%
Credit USD IG - CDX IG	0,6%	3,7%	52,19	75	5,4%
Credit USD HY - CDX HY	1,1%	-0,0%	332,58	450	3,4%

### RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price 12 months view	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	4,0%	-1,7%	26,79	25,00	-6,6%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	-15,6%	15,11	25,00	-64,0%
Indonesia - 10yr Gov Bond (local)	1,7%	9,0%	6,90	6,90	-14,1%
India - 10yr Gov bond (local)	1,7%	4,2%	6,91	6,25	-12,2%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,4%	2,0%	6,16	5,75	-9,5%
China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	4,0%	2,15	1,75	-5,3%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,8%	3,77	3,75	-7,9%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,7%	2,0%	2,99	2,90	-7,2%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,1%	-0,4%	2,95	3,40	-0,6%
Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,1%	2,0%	2,94	3,50	-1,5%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,9%	-2,8%	1,59	2,05	-6,9%
Mexico - 10yr Govt (USD)	0,4%	-2,7%	9,85	10,00	8,6%
Mexico - 10yr Govt (USD)	1,9%	-0,1%	5,95	6,25	2,6%
Brazil - 10yr Govt (USD)	2,5%	-9,0%	12,11	11,50	-17,0%
Brazil - 10yr Govt (USD)	1,2%	-0,4%	6,79	7,00	1,2%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price 12 months view	Expected Performance (to Target Price)
Oil [WTI]	-5,7%	8,1%	72,4	85,00	9,9%
Gold	2,8%	19,2%	2.396,3	2.380	-3,8%
EURUSD (price of 1 EUR)	2,7%	-1,7%	1,09	1,05	-3,2%
GBPUSD (price of 1 GBP)	3,7%	1,0%	1,29	1,29	0,0%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,4%	-2,6%	0,84	0,81	-3,2%
USDCHF (price of 1 USD)	1,7%	5,0%	0,88	0,87	-1,5%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,4%	0,0%	0,96	0,91	-6,7%
USDJPY (price of 1 USD)	-4,8%	8,7%	152,26	140,00	-8,7%
EURJPY (price of 1 EUR)	2,4%	7,0%	166,48	147,00	-11,7%
USDINR (price of 1 USD)	0,9%	9,1%	18,30	18,30	0,0%
EURINR (price of 1 EUR)	2,7%	7,4%	20,07	19,43	-7,2%
USDHKD (price of 1 USD)	1,3%	18,8%	5,63	5,25	-7,2%
EURHKD (price of 1 EUR)	2,6%	14,1%	6,15	5,51	-10,2%
USDARS (price of 1 USD)	1,4%	14,8%	826,50	1.000	2,7%
USDZAR (price of 1 USD)	0,4%	16,8%	13,73	10	-1,7%
CHF (price of 1 USD)	-0,2%	-2,2%	7,16	7,50	3,4%



## EE.UU.

### Mantenemos un outlook constructivo para el mercado de acciones USA

#### Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Mantenemos una opinión optimista sobre la renta variable estadounidense a medio/largo plazo, además de a corto plazo. Motivada, en este último caso, por las previsiones de crecimiento de los beneficios empresariales, el sesgo de relajación en la política monetaria, la baja inflación y una senda de crecimiento económico sostenido. Este año han liderado las alzas bursátiles los sectores tecnológico y de servicios de comunicación, aunque últimamente se ha producido una clara rotación hacia los sectores rezagados. Tras publicarse los datos de inflación despuntaron también las empresas de pequeña capitalización (*small caps*), cuyo nivel de valoración relativa había marcado mínimos históricos frente a sus homólogos de gran capitalización. Puesto que no faltan retrocesos bursátiles todos los años, después del repunte del mercado en 2024 sería normal experimentar algún que otro episodio de volatilidad. Nuestra opinión fundamental sobre las acciones sigue siendo optimista.

#### Factores alcistas para la renta variable

**Moderación de la inflación.** La inflación general de precios, medida por el IPC, descendió en junio al 3,0% interanual y, la subyacente, al 3,3% interanual (siendo la respectiva variación mensual de -0,1 y +0,1 puntos porcentuales), inferiores ambas por tercer mes consecutivo a lo que anticipaba el mercado. La ralentización del componente de alojamiento y vivienda debería seguir presionando la inflación a la baja.

**Deterioro de los datos de empleo, pero con un mercado laboral aún sólido.** La tasa de desempleo subió en el mes del 4% al 4,1%, pero se crearon 206.000 nuevos puestos de trabajo, superando las expectativas del mercado (que eran de 190.000 empleos); las ofertas de empleo se mantuvieron por encima de los 8 millones y el crecimiento salarial fue del 3,9% interanual (+0,3 pp en el mes).

**Política monetaria más relajada.** En su comparecencia en el Senado el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, declaró que los recortes de tipos «no proceden» hasta que no esté más claro que la inflación se dirige al 2%. Tras los datos de inflación de junio, las estimaciones del mercado han pasado de 1-2 recortes a 2-3 recortes en 2024, al tiempo que la probabilidad de un recorte en la reunión de septiembre ha superado el 90%. Tenemos por delante cuatro reuniones de política monetaria, incluida la de finales de julio. Mantenemos, por nuestra parte, la previsión de dos recortes de tipos para este año.

**Reducción más lenta del balance.** La ralentización en la reducción del activo del balance de la Fed es otro factor que mejora la liquidez del mercado y fomenta la compra de valores.

**Elecciones presidenciales en EE.UU.** Ambos candidatos son ex presidentes y, aunque difieran en sus estilos y algunas políticas, ninguno llevará a la economía estadounidense por una senda que perjudique el valor de las empresas.

**Previsiones de PIB positivas.** La última revisión del PIB trimestral es de un crecimiento del 1,4% en el primer trimestre de 2024, con una estimación del 2% para el segundo. La previsión es que la economía cierre el año con un crecimiento del 2%.

**Buena temporada de resultados empresariales.** Los beneficios de las empresas integrantes del S&P500 crecieron en el primer trimestre un 5,9% interanual, por encima del 3% interanual esperado. Las empresas han empezado a publicar los resultados del segundo trimestre, con un crecimiento previsto del 8,8% interanual. Para el conjunto de 2024 se espera un crecimiento del 11,4% interanual, lo que puede resultar un tanto difícil de alcanzar.

**Menor morosidad.** La tasa de impagos de las empresas estadounidenses ha disminuido en los últimos meses y continúa por debajo del 2%. Además, la calidad crediticia media en el segmento de alto rendimiento (HY) ha mejorado mucho en los últimos años y la mayoría de los vencimientos no se producirán en el corto plazo.

**Inteligencia Artificial.** La IA el tema del momento y del futuro, al que EE.UU. tiene una gran exposición a través de sus empresas en múltiples sectores. Además la regulación contribuye a impulsarla aún más, lo que le permite llevar la delantera a otras regiones que ya han empezado a poner barreras a su aplicación.

#### Factores bajistas para la renta variable

**Contracción de la actividad económica (PMI).** La actividad económica, medida por el índice de directores de compras, se mantuvo en territorio contractivo en el sector manufacturero en un nivel de 48,5; a su vez, el PMI del sector servicios cayó 5 puntos (de 53,8 a 48,8), entrando también en territorio de contracción. Los servicios han estado creciendo en los últimos meses, pero conviene vigilar este sector porque ha tenido algunos meses –como éste– más débiles.

**Posible decepción en las cifras de negocio del segundo semestre.** Algunas empresas han advertido de una posible disminución de las ventas hacia final de año. Por tanto, uno de los aspectos que habrá que vigilar al publicarse resultados del segundo trimestre es la orientación que ofrecen las empresas para los trimestres siguientes.

#### 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): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)

Tipo de cambio (índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

#### US price-to-earning ratio

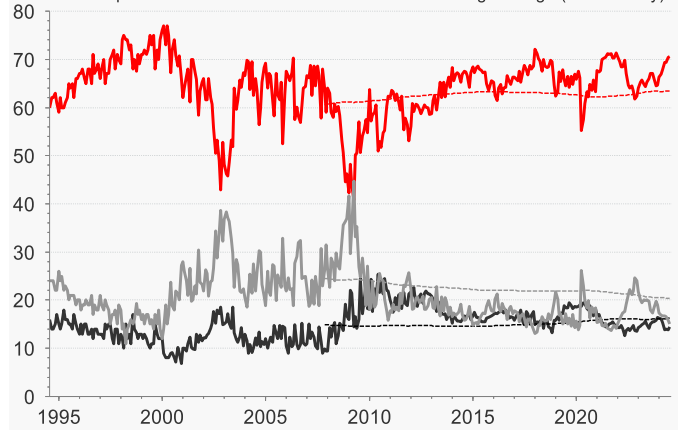
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

#### US asset allocation: Equity, Bonds & Cash

Current percent held in each asset class vs 20Y moving average (AAII Survey)

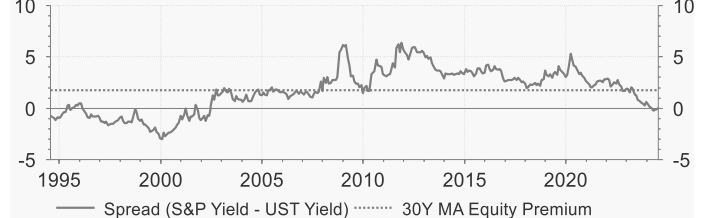


Source: LSEG Datastream / ANDBANK

#### Equity Yield & UST Yield



Risk Premium



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

# EUROPA

## Las cuestiones políticas no alteran nuestra perspectiva optimista sobre la economía europea

### Perspectivas económicas

En conjunto, las perspectivas económicas parecen favorecer a los mercados de renta variable y de deuda corporativa; la próxima relajación monetaria, por su parte, debería prestar un respaldo adicional y servir de catalizador sobre todo para los valores de deuda pública a corto plazo.

**Factores macroeconómicos alcistas.** 1) El crecimiento del PIB tiene visos de mejorar en la segunda mitad de 2024, según la encuesta prospectiva PMI; 2) el empleo se mantiene firme (la tasa de desempleo, en 6,4%, ronda niveles mínimos) y las revisiones salariales son sólidas; 3) la favorable senda de la inflación facilitaría recortar tipos (anclaje de expectativas de inflación en 2,3%), con dos intervenciones adicionales del BCE en septiembre/diciembre, salvo sorpresas en los datos, y con una creciente confianza en que el sesgo de la Fed tenderá a la relajación; 4) el consumo parece recuperarse, impulsado por el crecimiento de la renta real, la mejora de la confianza y una elevada tasa de ahorro.

**Factores macroeconómicos bajistas.** 1) La recuperación industrial no termina de afianzarse (carteras de pedidos exiguas y perspectivas deslucidas para la construcción en Alemania); 2) cabe esperar avances y retrocesos en la evolución del nivel general de precios hasta el final de 2024, con un dato de inflación subyacente todavía elevado (2,9% interanual); 3) la contribución del sector exterior podría ser menor debido al enfriamiento de la economía estadounidense y a un mayor tensionamiento de las relaciones comerciales.

**Factores políticos alcistas.** 1) Las elecciones francesas supusieron un alivio al evitarse un gobierno liderado por *Rassemblement National* (RN), pero persistirá la incertidumbre mientras los partidos no logren formar una coalición política sostenible en un parlamento empatado. Como nota positiva, los partidos pro-UE dominan la Asamblea francesa, ni la extrema derecha ni la extrema izquierda tienen mayoría absoluta, y el avance de la alianza de izquierdas está impulsado principalmente por los socialistas más moderados.

**Factores políticos bajistas.** 1) Altos niveles de deuda pública en algunos países «periféricos» (Italia) y cercanos al núcleo económico de la UE (Francia), con un nuevo Parlamento Europeo que podría poner el foco en reducir la deuda; 2) pese a un escenario político mejor de lo temido, no será sencillo que los diferenciales de la deuda pública francesa retornen a niveles previos a las elecciones europeas (50 pb), ya que el mercado buscará asegurarse de que se materializan algunos de los compromisos de la izquierda.

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

#### Deuda pública

**Factores alcistas.** 1) Salvo sorpresas en los datos (de inflación salarial y productividad, y en las proyecciones más recientes del BCE) cabría esperar un recorte del tipo de depósito en septiembre y, probablemente, también en diciembre (última reunión de proyecciones en 2024), en línea con la Fed; 2) correlación con los bonos del Tesoro estadounidense, con la Fed aprestándose a incoar un ciclo de relajación monetaria en septiembre que bien podría acabar reduciendo los rendimientos en EE.UU., algo que también se dejaría sentir en Europa.

**Factores bajistas.** 1) Decisiones de política monetaria inciertas de cara a 2025, siendo fácil predecir las dos primeras bajadas de tipos mientras la inflación esté alrededor del 2,5%, pero requiriéndose señales claras de que tiende al 2% para adoptar medidas adicionales (según Pierre Wunsch, miembro del Consejo de Gobierno del BCE); 2) habría que vigilar eventuales presiones inflacionistas derivadas de la descarbonización, la desglobalización y la demografía (las «3Ds»).

#### Deuda corporativa

Los diferenciales de crédito siguen cerca de sus mínimos históricos: el segmento de grado de inversión (IG) en 55 pb y el de alto rendimiento (HY) en 282 pb. En el mes de junio el volumen de negociación en los índices iTraxx CDS tocó máximos en el año debido a la mayor volatilidad causada por la incertidumbre política y mayores coberturas. El énfasis parece haber pasado de la estrategia de «comprar y mantener» a la cobertura activa. Estamos posicionándonos en *duraciones* medias de 3-4 años en valores de deuda de empresas defensivas y anticíclicas. Mantenemos los niveles objetivo de los diferenciales para grado de inversión (75 pb) y alto rendimiento (450 pb), con recomendación Neutral para IG e Infraponderar para HY.

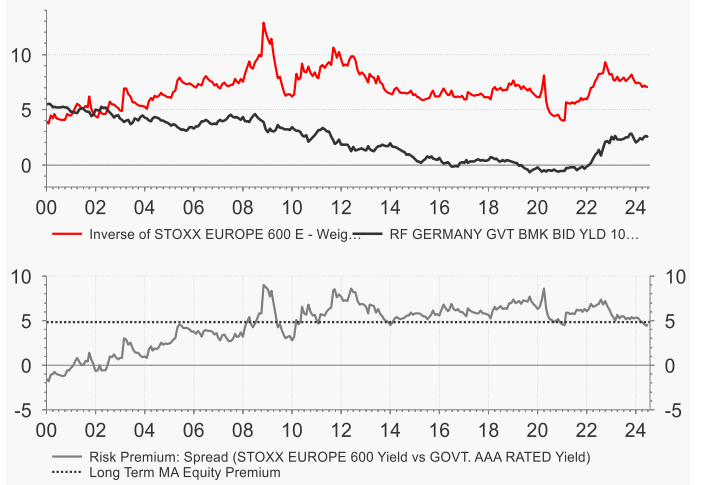
#### Renta variable

La nueva composición de la Asamblea francesa probablemente llevará a los mercados de renta variable a hacer una pausa en el futuro inmediato. El índice CAC 40 apenas ha subido en lo que va de año y podría seguir así hasta tanto la situación no se estabilice. Por lo que respecta al conjunto de Europa, al aumentar los rendimientos y los niveles de valoración la prima de riesgo de la renta variable siguió estrechándose, pero seguimos pensando que las valoraciones en Europa son atractivas en comparación con el pasado, con PER a 12 meses y rendimientos del flujo de caja libre (FCF/EV) próximos a medias históricas, y comparadas con las de otros mercados. Unos datos económicos recientes mejores de lo esperado en Europa, unidos al inicio de un ciclo de bajadas de tipos por el BCE, favorecerán los niveles de valoración, especialmente en las empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil.

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

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana (países centrales y periféricos):  
 - Países centrales: INFRAPONDERAR (SOBREP. a 3%; Bund, rendimiento obj.: 2,50%)  
 - P. periféricos: NEUTRAL (IT 3,9%; ES 3,35%; PT 3,10%; IR 2,90%); INFRAP. (GR 3,70%)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)  
 Tipo cambio (EUR/USD): ≤1,05: vender USD/comprar EUR; ≥1,10: comprar USD.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area benchmark yield curve slope

Ten-year minus two-year yield spread, percentage points



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# ESPAÑA

## A la cabeza del crecimiento económico en Europa

### Factores macroeconómicos y política económica

La economía española ha seguido exhibiendo en los últimos meses altas tasas de crecimiento del PIB, superiores a las previstas hace apenas unos meses y a las registradas por las demás economías de la zona euro. La favorable evolución del turismo y de las exportaciones de otros servicios, unida a una afluencia de población extranjera que contribuye a sostener la creación de empleo y el gasto de los hogares, son los principales factores que explican estos mejores resultados económicos de España.

La previsión de crecimiento del PIB de España para 2024 se ha elevado al 2,5%. Esta mejor perspectiva se atribuye a varios factores, entre ellos el buen comportamiento de la demanda exterior, el aumento de la población activa y la ejecución de fondos del Plan de Recuperación. Con todo, previsiblemente se reducirá al 2,1% en 2025, debido sobre todo a limitaciones en el crecimiento del turismo. El sector turístico seguirá contribuyendo al buen crecimiento del PIB, bien que en menor medida que en 2023, cuando creció un 7,6% interanual y representó el 35,2% del crecimiento total. El sector turístico ha recuperado su nivel anterior a la pandemia, por lo que esperamos que se normalice en un saludable 5% en 2024 y que añada 0,6 pp al PIB de este año. Entre los factores clave de este sólido crecimiento están la recuperación del poder adquisitivo en los países de origen de turistas internacionales y la mayor estabilidad geopolítica de España respecto a varios competidores clave. Esperamos que el turismo siga beneficiando a la economía española en 2025, con un crecimiento del 3,2% adicional y una aportación al crecimiento de 0,4 pp.

La inflación general medida por el IPC se incrementó en junio en 0,4 pp, una décima más de lo previsto, pero la tasa interanual bajó del 3,6% al 3,4% debido al descenso en los precios de carburantes y aceites comestibles. La previsión es que la inflación siga bajando gradualmente en los próximos trimestres. No obstante, la previsión de inflación general para 2024 se revisó al alza respecto a la proyección de marzo, del 2,7% al 3%, y se ha incrementado en una décima para 2025 y 2026, lo que la situaría en 2% y 1,8%, respectivamente. La revisión al alza para 2024 refleja la mayor contribución prevista del componente energético y la inflación subyacente; las revisiones al alza para 2025 y 2026 responderían principalmente a una desaceleración de la inflación de los servicios ligeramente inferior a la prevista en marzo, ya que apenas si ha caído 0,2 pp desde principios de año.

El desequilibrio entre oferta y demanda en el mercado inmobiliario, las mejores perspectivas económicas y el descenso gradual de los tipos de interés apuntan a que el mercado inmobiliario ganará tracción en próximos trimestres. Los factores que lo favorecen (creación neta de empleo que eleva la renta laboral de los hogares, flujos migratorios dinámicos, demanda exterior sostenida, situación financiera de los hogares), a los que habría que sumar la relajación de las condiciones financieras, seguirán fomentando la demanda de vivienda. En caso de que la oferta no repuntase en la medida prevista se propiciaría un encarecimiento de la vivienda mayor de lo anticipado en nuestro escenario central.

Por lo que respecta a factores externos, la incertidumbre procede sobre todo de los actuales focos de tensión geopolítica, la evolución del crecimiento mundial, el sector inmobiliario chino y los mercados financieros internacionales, con algunos índices bursátiles cerca de máximos históricos y con una prima de riesgo relativamente baja. En el ámbito nacional la incertidumbre reside en cuánto tiempo podrá mantener el sector servicios (viajes, en particular) el dinamismo de los últimos trimestres. También son notables los riesgos asociados a la reactivación de las reglas fiscales europeas. En concreto, el cumplimiento de estas reglas exigirá diseñar y aplicar un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita corregir el déficit público estructural más de lo previsto en estas proyecciones.

### Mercado de renta variable

El principal índice bursátil español, el IBEX 35, acumuló en el primer semestre una rentabilidad del 8,3%, con las ganancias del selectivo impulsadas principalmente por el sector financiero. Si bien el entorno macroeconómico aún es favorable, la baja cotización objetivo de este sector limita su potencial de revalorización adicional en la segunda mitad del año. La importancia de esto radica en que el sector financiero representa el 30% del índice, seguido por el de servicios públicos con una ponderación del 20%. Los niveles de valoración son bajos, pero la ausencia de catalizadores y la contenida dinámica de beneficios limitan las ganancias en el corto plazo.

Con un beneficio por acción (BPA) previsto de 1.038, el índice cotiza a un PER de 11,1x. Una mayor confianza inversora en sectores con un perfil más defensivo propiciaría nuevas subidas del mercado bursátil, al igual que lo haría una nueva reducción de los tipos de interés.

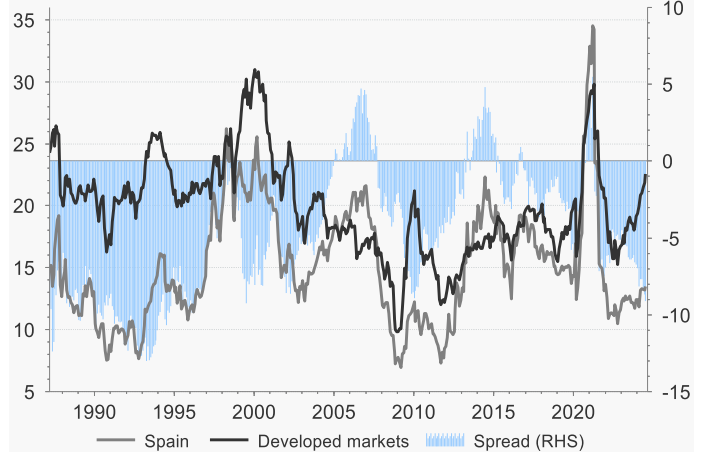
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

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

**Spain price-to-earnings ratio**

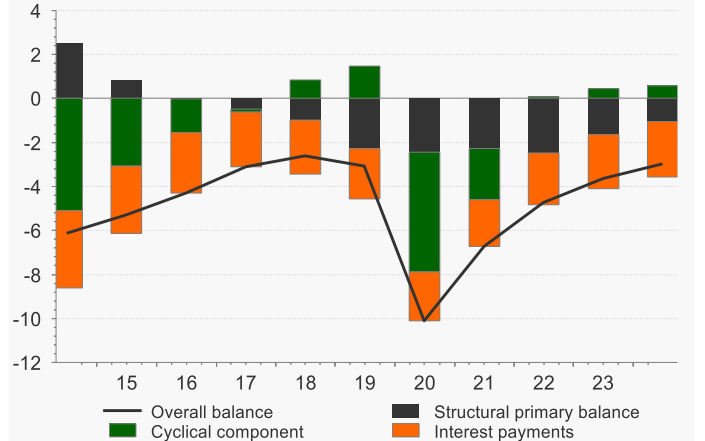
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Spain government budget balance breakdown**

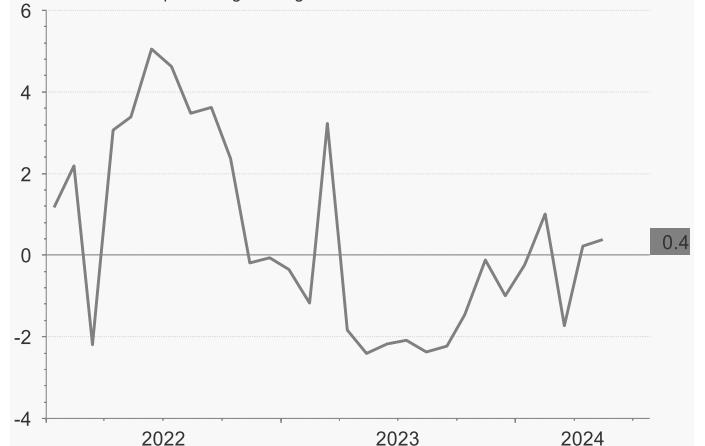
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

**Spain industrial production**

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

# CHINA

## China sigue en proceso de desconexión con Occidente

### Mercado de renta variable: perspectivas negativas

Los niveles de valoración del mercado bursátil chino podrán parecer bajos, pero la comparación histórica de múltiplos carece de sentido cuando el mercado subyacente tiene poco o nada que ver con su historial pasado. En la actualidad siguen acumulándose factores negativos, con una coyuntura macroeconómica disfuncional. En particular, el PIB del segundo trimestre (+4,7%) volvió a decepcionar. Los volúmenes negociados no mejoran y el Gobierno hace de las suyas al promover intervenciones encubiertas en el mercado. La situación geopolítica empuja a China cada vez más hacia la desconexión total con las economías occidentales. Los aranceles del 60% que Trump quiere imponer a todas las importaciones chinas reducirían en 2,5 pp el PIB chino. El nuevo vicepresidente de Trump considera China como la principal amenaza, e incluso Biden acaba de declarar que Europa ya está preparada para desinvertir en China. La debilidad del yuan, por otra parte, no permite al banco central (PBoC) inyectar liquidez en el mercado.

### Factores alcistas para la renta variable

**El PBoC aceleró la inyección de liquidez, pero sólo durante la tercera sesión plenaria del Partido Comunista Chino (PCC).** El banco central inyectó 674.000 millones de CNY (93.000 millones de USD) netos a través de operaciones de compra con pacto de reventa, el mayor volumen desde enero, para mantener abundante la liquidez mientras los principales líderes chinos se reúnan, en una medida adoptada en el contexto de la mayor atención prestada a los mercados monetarios. Los analistas señalaron que las inyecciones de efectivo podrían tener como objetivo estabilizar los mercados financieros, ya que el banco central querría evitar repuntes en los costes de financiación que pudieran elevar la volatilidad.

**Los rendimientos rondan mínimos históricos.** El Ministerio de Finanzas anunció la intención de colocar dos tipos de bonos del Tesoro a 10 años por un importe de hasta 2.490 millones de CNY (344 millones de USD) aprovechando que los rendimientos estaban cerca de mínimos históricos. Los bajos costes de financiación deberían favorecer a la renta variable.

### Factores bajistas para la renta variable

**La coyuntura macroeconómica continúa 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 junio. 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. Más recientemente, en junio, el aumento de las ventas minoristas fue el menor desde diciembre de 2022. El Gobierno tendrá que anunciar más medidas de apoyo, ya que no alcanzar el objetivo previsto de PIB suscita nuevas dudas sobre la viabilidad del objetivo oficial para 2024 de un crecimiento en torno al 5%. En consecuencia, Goldman Sachs, Barclays y JPMorgan revisaron a la baja sus previsiones de crecimiento para el conjunto del año.

**Contención del volumen en los mercados de renta variable.** El volumen de negociación en los mercados de China continental sigue contenido; con todo, varios ETFs que siguen el CSI 300 registraron volúmenes elevados, por lo que cabría la posibilidad de que fondos vinculados al Estado estuvieran comprando acciones para apuntalar los mercados.

**Vance, elegido por Trump vicepresidente en su candidatura, considera China como la mayor amenaza para Estados Unidos.** En una de las primeras entrevistas tras ser nombrado compañero de candidatura de Trump, Vance afirmó que China constituía la mayor amenaza para EE.UU., lo que presagiaría una postura más dura en un eventual segundo mandato de Trump. Recordemos que Trump ha prometido, si es reeligido, elevar los aranceles de todas las importaciones chinas al 60%, lo que sin duda asestaría un duro golpe a los fabricantes chinos.

**Los aranceles de Trump podrían recortar en 2,5 pp el crecimiento del PIB chino.** 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 un plazo de 12 meses por efecto tanto del impacto directo sobre las exportaciones como del indirecto sobre el consumo y la inversión. Los economistas de UBS señalaron que la respuesta más probable de China sería relajar sus políticas fiscal y monetaria, permitiendo una depreciación del yuan del 5%-10% para amortiguar el efecto de los aranceles. Por su parte, la relajación de la política fiscal, que perjudicaría a los bonos chinos y elevaría los costes de financiación, acabaría afectando también a la renta variable.

**Biden afirmó que los aliados europeos están dispuestos a reducir su inversión en China.** Lo hizo después de que la OTAN acusara a China de facilitar la invasión de Ucrania, afirmando también que Pekín suministraba información y capacidad a Moscú.

**Con las manos atadas por la debilidad del yuan, el PBoC no puede inyectar liquidez más allá de la semana de la tercera sesión plenaria del PPC.** El PBoC ha retirado efectivo del sistema bancario por quinto mes consecutivo. Aunque realizó una operación por importe de 100.000 millones de CNY en el marco de su facilidad de préstamo a medio plazo (MLF), el vencimiento de fondos por 103.000 millones de CNY tuvo como resultado neto un drenaje de liquidez de 3.000 millones de CNY, lo que supuso un quinto mes sin inyectar liquidez mediante operaciones de MLF. La MLF tuvo que complementarse con inyecciones vía repos inversos a siete días. La debilidad del yuan sigue limitando decisivamente las medidas de relajación del PBoC, lo que podría ampliar aún más la brecha de rendimiento con EE.UU. y alentar mayores salidas de capitales.

**China suspende los préstamos de valores y endurece la regulación de las operativas algorítmicas.** La comisión del mercado de valores chino (CSRC) anunció la suspensión de las operaciones de préstamo de valores. Además, las Bolsas de valores aumentarán el margen de garantías mínimo obligatorio del 80% al 100% para las ventas en corto, y el listón será más alto, pasando del 100% al 120%, para los fondos de cobertura. La CSRC también comunicó su intención de trazar una «línea roja» para las operativas automatizadas. Aunque algunos puedan ver la limitación de las ventas en corto como algo favorable para el mercado, lo cierto es que impone nuevos límites a la actividad inversora. Somos conscientes de que la venta en corto no siempre es una práctica benigna, pero en EE.UU. la práctica está permitida y no ha limitado el avance del mercado, que está alcanzando niveles máximos históricos.

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

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR.

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo a 10 años: 1,75%)

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

**CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio**

PE forward



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

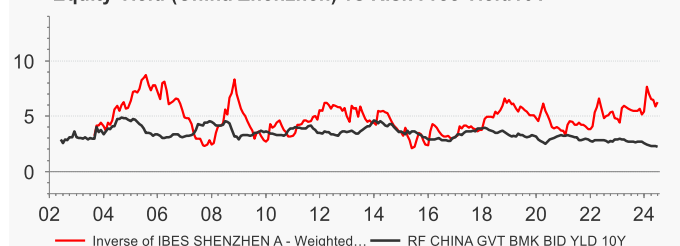
**Chinese Equities Underperforms World & US indices**

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y**



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



## COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

# JAPÓN

## La prima de riesgo de la renta variable supera con mucho su media histórica, con una valoración relativa atractiva

### Mercado de renta variable: perspectivas positivas

No se aprecia una voluntad clara por parte del BoJ de abandonar su política actual, 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 mantiene en 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

**Tipo de cambio.** El Banco de Japón habría puesto suelo a la caída del yen al señalar un *put* sobre el dólar, lo que podría provocar un flujo de repatriación de yenes, con la consiguiente apreciación de la moneda. Un análisis de las cuentas del BoJ permite estimar la magnitud de la intervención del jueves 11 de julio: ascendió a unos 3,5 billones de yenes (22.000 millones de USD), tras el récord de 9,8 billones de yenes gastados en impulsar el yen a finales de abril y principios de mayo. El momento de la supuesta intervención fue una sorpresa, ya que coincidió con un retroceso general del dólar debido a los débiles datos del IPC de EE.UU., lo que sugiere que las autoridades programaron la acción para magnificar la apreciación del yen. Aunque la intervención generó una leve apreciación del yen aún es pronto para saber si se reanudará la presión a la baja. El yen terminó la semana con una apreciación del 2% frente al dólar, pero en lo que va de año su depreciación supera el 10%. Esto avala la opinión de que las intervenciones no lograrán frenar la depreciación, dado que el factor clave sigue siendo la menor rentabilidad de los activos japoneses frente a los de EE.UU., lo que acentúa la acumulación de posiciones especulativas bajistas. Esto plantea la cuestión de si, además de decidir reducir las compras de bonos del Estado (JGBs), la debilidad del yen inducirá al BoJ a subir los tipos de interés en su reunión de julio.

**Coyuntura macroeconómica.** 1) Producción industrial de mayo, final: +3,6 (preliminar: 2,8%; mes anterior: -0,9%). 2) Los fabricantes de componentes electrónicos aumentan el gasto de inversión en capital fijo, al seguir incorporando los automóviles componentes electrónicos para todo, desde transmisiones híbridas hasta sistemas avanzados de asistencia al conductor; sobre la base de los planes de inversión de 32 empresas, el gasto total ascenderá a 1,4 billones de yenes (8.700 millones de USD) en el ejercicio fiscal 2024, un 46% más que hace cuatro años. 3) Préstamos bancarios en junio: +3,2% interanual (dato revisado del mes anterior: +2,9%). 4) Encuesta *Economy Watchers* de junio: Índice de condiciones actuales: 47,0 (consenso: 46,1; mes anterior: 45,7); índice de perspectivas: 47,9 (consenso: 46,5; mes anterior: 46,3). 5) Los principales fabricantes japoneses de semiconductores prevén invertir 5.000 millones de yenes (31.000 millones de USD) hasta 2029 para impulsar la producción de dispositivos de potencia y sensores de imagen. Para reactivar la industria nacional de componentes electrónicos se reforzará la inversión en semiconductores de potencia, sensores y circuitos lógicos, todos ellos considerados tecnologías clave en campos en crecimiento como IA y vehículos eléctricos.

**El apetito de los inversores extranjeros recobra impulso.** La compra de acciones japonesas por inversores extranjeros vuelve a cobrar impulso tras el habitual reajuste de final del trimestre: los datos de la TSE mostraron que en la primera semana de julio fueron compradores netos de renta variable japonesa, en los mercados de contado y futuros, por importe de 881.000 millones de JPY (5.500 millones de USD), la segunda semana consecutiva de compras netas, siendo el importe total el segundo mayor del año, inferior tan solo al máximo de principios de enero. Las entradas, atribuidas a la mayor convicción en un próximo estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés, estuvieron lideradas por inversores institucionales a largo plazo, como fondos de pensiones, así como por gestores de liquidez que cubrían posiciones cortas. El considerable repunte de julio se debió al reajuste trimestral por parte de inversores institucionales.

**La política del BoJ y el escenario TINA.** La probabilidad implícita en el mercado de que el BoJ suba los tipos en julio se mantiene lejos de sus máximos, por lo que tal escenario sólo en parte estaría descontado. La hipótesis clave es que la próxima subida de tipos los llevaría del entorno del 0,1% actual al 0,25%, una subida de 15 pb; pero el mercado no está convencido de que el BoJ vaya a subir tipos y, al mismo tiempo, lanzar un plan para reducir las compras de JGBs. El debilitamiento del entorno económico explicaría estas dudas, ya que se espera una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB para el año fiscal 2024. Todo esto apunta a una política de tipos de interés muy laxa, que mantendría los rendimientos de los bonos en niveles muy bajos, suscitando la impresión de que no existen alternativas de inversión rentables (TINA: *There is no alternative*).

### Factores bajistas para la renta variable

**Los bancos regionales retienen participaciones cruzadas mediante reclasificación.** Nikkei comenta la creciente tendencia de bancos regionales a mantener las participaciones cruzadas reclasificándolas como inversiones de capital convencionales. El valor de tales desviaciones ascendió a 637.900 millones de yenes (4.000 millones de USD) en el ejercicio fiscal 2023, un 90% más que en el año anterior. Dado que se está presionando a los inversores institucionales para que liberen las participaciones cruzadas que no contribuyen al crecimiento, esta evolución de los acontecimientos suscita la preocupación de que los bancos estén respondiendo con medidas superficiales a la reforma para optimizar recursos propios y el precio de las acciones.

### Mercado de deuda: perspectivas negativas

Las intenciones del BoJ respecto a la primera subida de tipos no están claras, como tampoco lo están sobre el ritmo de recompra de JGBs y la política de control de la curva de rendimientos. Por el momento, con los rendimientos de los bonos entre el 0% y 1%, mantenemos una opinión negativa sobre estos activos.

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

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

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

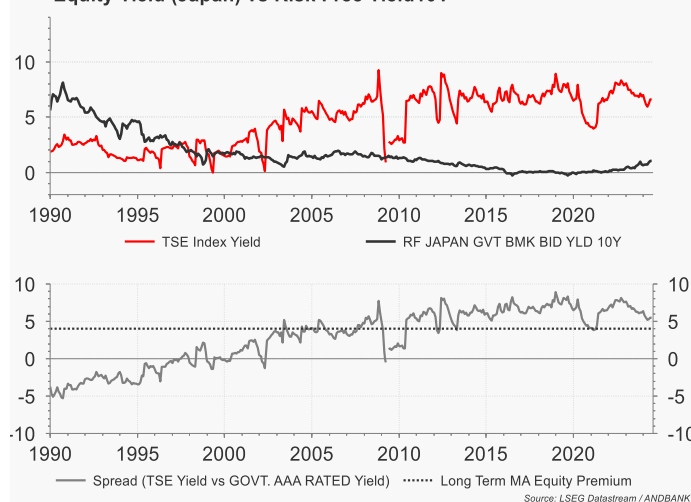
Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo a medio plazo: 140)

Japan Nikkei 225 price / earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

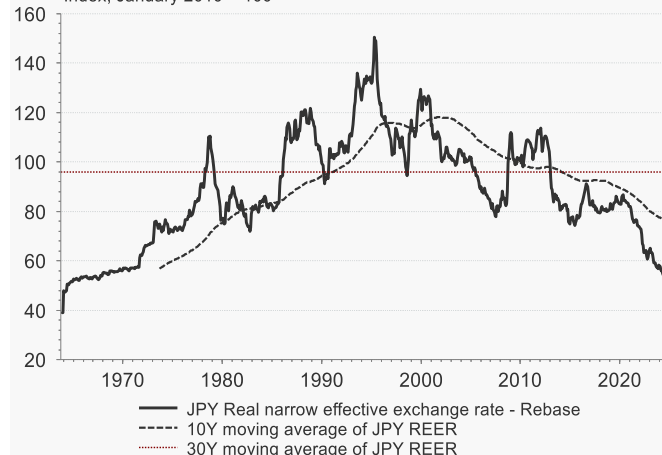
Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Japan real narrow EER

Index, January 2010 = 100



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# INDIA

## Mercado grande y creciente, buen fabricante integrado en la cadena de suministro mundial, con ventaja demográfica

### Mercado de renta variable: perspectivas positivas

Nuestra opinión optimista sobre este mercado se basa en un sinfín de factores positivos, entre los que destacan un voraz apetito inversor entre la población, unos presupuestos públicos que podrían catapultar el mercado, un espectacular aumento de la inclusión bancaria y financiera, una evolución favorable de los agregados macroeconómicos, la saludable expansión del crédito y las ventajas del plan de incentivos vinculados a la producción (PLI), a lo que habría que añadir la menor presión reguladora en el sector de la gestión de activos.

### Factores alcistas para la renta variable

**Fuerte interés de los inversores nacionales.** Si los inversores extranjeros fueron vendedores netos de acciones en el mes por importe aproximado de 3.060 millones de USD, los inversores nacionales fueron compradores netos de acciones por casi 6.700 millones de USD.

**El presupuesto de Modi impulsará las acciones indias.** El nuevo presupuesto del Gobierno probablemente estimulará el gasto de consumo y la construcción de infraestructuras, lo que beneficiará a las empresas. La exigua mayoría obtenida en las recientes elecciones por el Partido Bharatiya Janata (BJP), liderado por el Primer Ministro Narendra Modi, ha llevado a los inversores a apostar más por el sector del consumo al confiar en que el Gobierno adoptará medidas para granjearse apoyo popular. Aunque cuenta con algunos partidos regionales para formar gobierno, el BJP conserva la mayoría de ministros de su segundo mandato, lo que indica continuidad en una política fiscal dirigida sobre todo a impulsar el crecimiento económico recurriendo al gasto de inversión en infraestructuras. Aun cuando el partido gobernante perdió la mayoría en los comicios nacionales de este año, los presupuestos para el ejercicio fiscal 2024-25 mantienen el compromiso con los objetivos preelectorales de endeudamiento y gasto.

**El Índice de Inclusión Financiera sube en marzo a 64,2.** El Índice de Inclusión Financiera (FI-Index), que mide el grado de inclusión financiera del país en una horquilla comprendida entre 0 y 100, incluye tres grandes parámetros: Acceso (con una ponderación del 35% en el índice), Utilización (ponderación del 45%) y Calidad (ponderación del 20%). El FI-Index, diseñado como un índice exhaustivo, incorpora datos de los sectores bancario, de inversión, seguros, postal y pensiones. En marzo de 2024 se situó en 64,2, cuando en marzo de 2023 estaba en 60,1 (y en 43,4 en marzo de 2017).

**La evolución de los agregados macroeconómicos inspira confianza al mercado.** El índice general de precios al consumo se moderó en el mes al 4,83%, desde el 4,9% del mes anterior. La inflación subyacente, del 3,25%, fue baja, con un abaratamiento del petróleo del 6,0%. Los costes de financiación se moderaron, y el rendimiento del bono de referencia a 10 años cerró el mes en 6,979%, frente al 7,186% del mes anterior. También disminuyó el rendimiento del bono a 1 año. Las reservas de divisas rondaron los 646.670 millones de USD, lo que contribuyó a mantener estable el cambio INR/USD en torno a las 83,4 rupias por dólar (frente a las 83,51 del mes anterior). El potencial de crecimiento a largo plazo de la India sigue intacto gracias a su amplio y creciente mercado, al reforzamiento de su base manufacturera y a su creciente participación en las cadenas de suministro mundiales.

**El crédito sigue creciendo a buen ritmo.** Los datos mensuales de crédito sectorial del Banco de la Reserva de la India (IRB) indican que el crédito bancario total creció en abril de 2024 un 15,3% interanual, frente al 16,3% interanual del mes anterior. El crédito agrícola y a actividades relacionadas se situó en 19,7%; el crecimiento del crédito a la industria fue del 6,9%; el del concedido al sector servicios, del 19,2%, y el de los préstamos personales, del 17,4%.

**Entre las grandes economías India es la que más crece.** Con un crecimiento del VAB (Valor Añadido Bruto) del 7,2% en el año fiscal 2024, la actividad ha superado significativamente el 6,7% que registró en 2023. Este fuerte impulso refleja unos firmes fundamentos, que aseguran un crecimiento sostenible a largo plazo apoyado sobre todo en la inversión pública, el desarrollo de infraestructuras digitales, la seguridad energética y la mejor cobertura de las necesidades de abastecimiento a través de la fabricación nacional.

**Las ventajas proporcionadas por el plan de incentivos vinculados a la producción son notorias en varios sectores, especialmente en electrónica y logística, cuyos costes han tendido a bajar gracias al impulso de las infraestructuras.**

**El menor riesgo normativo contribuye al intenso crecimiento del patrimonio gestionado por las sociedades de gestión de activos.** El patrimonio total gestionado por el sector de los fondos de inversión colectiva aumentó un 11,5% en el primer trimestre del ejercicio 2025, tras un estelar crecimiento del 37,4% en el conjunto de 2024. Los recursos invertidos en renta variable aumentaron un 14,9% en el primer trimestre de 2025, hasta los 36,5 billones de rupias, al tiempo que los invertidos en deuda lo hicieron un 3,5%, hasta los 9,3 billones de rupias. La inversión minorista en fondos de acciones creció considerablemente: en las inversiones de particulares, los planes de renta variable se incrementaron en mayo de 2024 un 54% interanual. Los inversores particulares poseían alrededor del 60,6% del total de activos gestionados.

**Los beneficios siguen creciendo a buen ritmo.** Los beneficios empresariales, cuya solidez el año pasado se explica por la amplitud de los márgenes, podrían crecer en el ejercicio 2025 por encima de la tendencia (~20%), manteniendo intacto el historial de crecimiento a medio plazo de la India.

### Factores bajistas para la renta variable

**Desempleo.** La inconsistencia del gasto privado agrava el problema crónico del desempleo en la India, una cuestión clave que jugó su papel en la reciente reprobación electoral del Gobierno del Primer Ministro Narendra Modi.

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

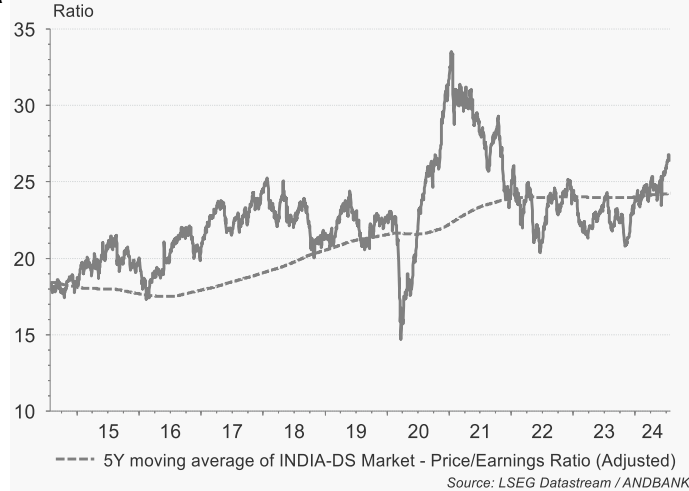
Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 85.000 puntos)

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 6,25%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 82)

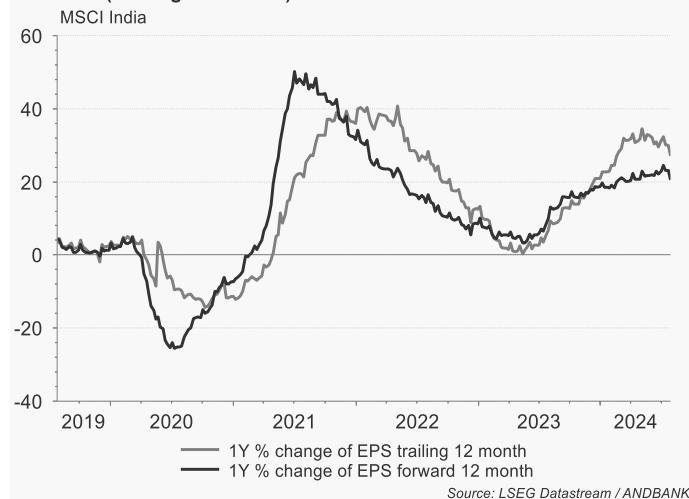
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)







# VIETNAM

## Una economía que brilla con luz propia en la ASEAN

### Mercado de renta variable: perspectivas positivas

El fuerte interés de los inversores nacionales ha compensado las recientes salidas de capital extranjero derivadas del cierre de un par de ETFs orientados a inversores extranjeros. La noticia de la ampliación de capital de Fubon ETF en 150 millones de USD imprime un fuerte impulso a este mercado. A nivel microeconómico, las previsiones de beneficios empresariales mejoran y los bancos registran beneficios. Además, Vietnam sigue cerrando acuerdos comerciales con países de la región y de todo el mundo. Otro factor favorable es la agenda de inversiones en infraestructuras para la próxima década (valoradas en 600.000 millones de USD), así como el auge de las exportaciones, que siguen contribuyendo a la acumulación de reservas de divisas y, con ello, a la estabilidad del tipo de cambio y de los mercados de renta fija y renta variable.

### Factores alcistas para la renta variable

**Fuerte interés de los inversores nacionales y aprobación de Fubon ETF.** El mercado salió beneficiado de un crecimiento del PIB en el segundo trimestre del 6,9% interanual, mejor de lo esperado, e impulsado por las políticas de apoyo del Gobierno. Pese a las importantes salidas de capital extranjero, el mercado demostró un aguante y estabilidad que puso de manifiesto la solidez de la renta variable vietnamita. La confianza de los inversores minoristas se mantuvo firme, reforzada por buenas noticias como la decisión de Fubon FTSE Vietnam ETF de captar otros 150 millones de USD y la propuesta de la Asamblea Nacional de prorrogar la reducción del IVA (del 10% al 8%).

**Mejores perspectivas de beneficios.** El gestor del fondo prevé, en consecuencia, que los resultados de las cotizadas, en particular en los sectores de inversión clave, se beneficiarán de la recuperación económica y batirán las expectativas en el segundo trimestre.

**Los bancos registran grandes beneficios pese al bajo crecimiento del crédito.** SeABank, uno de los primeros bancos en anunciar los resultados consolidados del primer trimestre, registró un beneficio antes de impuestos de 62,75 millones de USD, casi un 41% más que en el mismo periodo del año anterior. La dirección del banco vietnamita declaró que el buen resultado financiero se debió a que el banco gestionó bien su marca y la atención al cliente, lo que le ha permitido reducir las provisiones por morosidad. El director del Departamento de Investigación de MB Securities (MBS) afirmó que el crecimiento del crédito en la cartera de inversión en 2024 podría alcanzar el objetivo del 14%-15%. Hay señales de cierto recalentamiento, ya que los apartamentos en ciudades principales como Hanoi y Ho Chi Minh City (HCMC) se encarecen al calor de la demanda. Esto debería impulsar el crédito en el mercado inmobiliario secundario, ayudando con ello a la recuperación del segmento de préstamos para vivienda.

**Acuerdos comerciales para ganar influencia.** Taiwán considera que Vietnam es crucial para diversificar las cadenas de suministro, sobre todo en los sectores de alta tecnología y servicios de consumo. Vietnam y Tailandia están estudiando estrategias comerciales por valor de casi 19.000 millones de USD, así como en visados para impulsar el turismo. Los informes también refieren el fortalecimiento de lazos con Laos, Arabia Saudí y Australia para relanzar el comercio y capacitar mano de obra.

**Modernización de los sectores de energía y transporte.** Están adoptándose medidas para reformar los sectores energético y de infraestructuras. Se ha comprometido la friolera de 600.000 millones de USD para lograr emisiones netas cero en 2050, prestándose especial atención al hidrógeno y la transformación digital. El objetivo para 2030 es haber digitalizado por completo los sistemas y procesos energéticos, imprimiendo un fuerte impulso a infraestructuras de recarga y vehículos eléctricos. Vietnam no lo hará en solitario: están previstas asociaciones con Rusia en proyectos de petróleo y gas y con empresas multinacionales como Keppel para soluciones de reducción de carbono a gran escala.

**Internacionalización de las aerolíneas vietnamitas.** VietJet establecerá vuelos directos de HCMC a Xi'an y Vietnam Airlines ha firmado acuerdos con empresas chinas por casi 450 millones de USD para reforzar los servicios de transporte de pasajeros y mercancías. Air India iniciará vuelos directos Delhi-HCMC. A pesar del caos, Vietnam Airlines ha recibido incluso un premio por su clase económica superior.

**Auge de las exportaciones en los sectores textil y tecnológico.** Las exportaciones van como un tiro, con 55.000 millones de USD de ingresos en el sector agroalimentario gracias a las fuertes ventas de arroz, fruta y marisco. El sector textil afronta obstáculos derivados de cambios propuestos en el IVA que podrían elevar los costes y perjudicar la competitividad, pero el país sigue contando con la importante ventaja competitiva de su experiencia en estos procesos de fabricación.

### Factores bajistas para la renta variable

**Preocupación por Funan Techo.** El proyecto camboyano del canal Funan Techo se propone impulsar la logística de Camboya al conectar directamente Phnom Penh con la costa y evitar el tránsito por Vietnam. El proyecto suscita inquietud porque podría alterar los flujos de agua y los ecosistemas del delta del Mekong. Además, podría desviar comercio de los puertos vietnamitas y aumentar la influencia de China en la región, lo que no conviene dada las tensiones actuales.

**El apetito de los inversores extranjeros disminuyó en julio.** El mercado experimentó una importante presión vendedora al salir inversión extranjera por el cierre del ETF de BlackRock iShares Frontier and Select EM (cuya exposición al mercado vietnamita superaba los 100 millones de USD) y al reembolso del ETF Diamond, que perdió atractivo para los extranjeros.

**Posibles subidas de tipos de interés.** La persistente debilidad del dong vietnamita (VND) y el aumento de la inflación hacen más probable una subida de tipos de interés, una eventualidad para la que la cartera debe estar preparada.

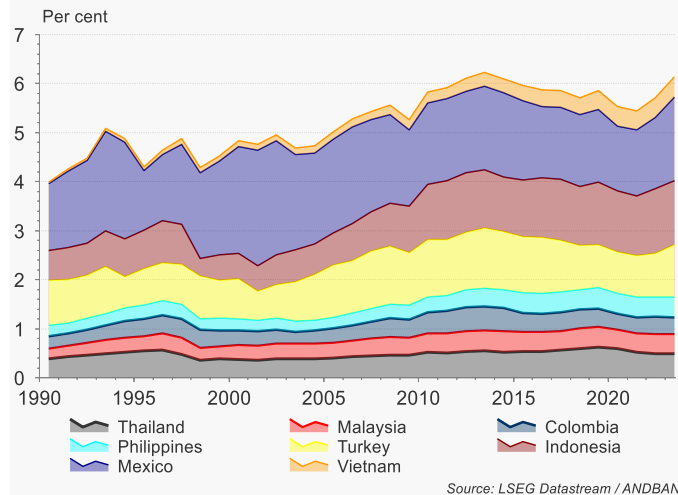
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

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

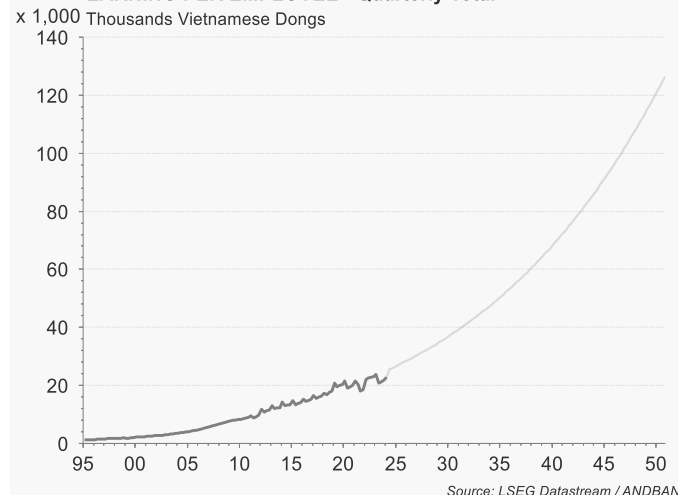
**VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio**



**Other EMs share of world GDP**



**EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total**





# ISRAEL

## Impresionante comportamiento del mercado israelí pese a persistir los riesgos

### Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

Julio fue otro mes de inestabilidad económica para Israel, cuyos indicadores macroeconómicos se asemejaron a un peligroso paseo por la cuerda floja. La inflación general (IPC) registró un leve aumento mensual de 0,1 pp, en línea con lo esperado, debido sobre todo al alza de precios de los servicios (cultura y ocio: +1,2%) y al persistente encarecimiento de la vivienda (rentas de alquiler: +0,5%). En términos interanuales, subió del 2,8% al 2,9%, rozando el límite superior del 3% del rango objetivo del Banco de Israel. Esta presión inflacionista sostenida devalúa los salarios reales, reduce la capacidad de gasto de los hogares y exacerba tensiones financieras.

En el ámbito fiscal el déficit presupuestario aumentó al 7,6% del PIB, superando la estimación del 6,6% para el conjunto del año. Este aumento del déficit se debe principalmente al continuo y elevado gasto militar y a medidas de estímulo adicionales dirigidas a amortiguar el impacto de la inestabilidad geopolítica sobre la economía israelí.

Las profundas ramificaciones del actual conflicto bélico generan una explosiva combinación de incertidumbre y perturbación en la economía. El sector turístico, antaño su piedra angular y una importante fuente de ingresos del gobierno israelí, sigue resintiéndose, y la inversión extranjera directa continúa titubeante. Las tensiones geopolíticas tienen consecuencias negativas de largo alcance, afectando gravemente a las perspectivas de recuperación y a la estabilidad en general.

En su reunión de política monetaria de julio el banco central de Israel decidió mantener el tipo de referencia en el 4,5% y, vistas las condiciones económicas actuales, rebajó las previsiones de crecimiento para 2024 y 2025. Ahora se prevé que el crecimiento del PIB será en 2024 del 1,5%, inferior al 2% anterior, debido al impacto de las tensiones geopolíticas en la actividad. La previsión para 2025 se revisó a la baja del 5% al 4,2%, supeditado a que la situación geopolítica se estabilice y se recuperen sectores clave como el turismo y la inversión extranjera. Como ya sucedió con el *diagrama de puntos* de junio de la Reserva Federal, los responsables del banco central israelí prevén ahora un único recorte de tipos de interés para el próximo año, cuando en su previsión anterior eran tres los recortes de tipos implícitos.

### Renta fija

En julio se produjo un notable aplanamiento de la curva de tipos-plazos de la deuda israelí que reflejó cambios, cuando menos temporales, en la confianza inversora. Los rendimientos a corto plazo se mantuvieron relativamente estables, pero los rendimientos a largo plazo disminuyeron 30 pb influidos principalmente por un movimiento similar en los rendimientos estadounidenses. Seguimos sosteniendo que, debido a la situación política y de seguridad, lo recomendable sigue siendo mantener una *duración* corta. Pese a la relativa pendiente de la curva (ascendente de izquierda a derecha) pensamos que los precios aún no reflejan plenamente los riesgos.

Somos de la convicción de que, dada la gestión fiscal del Gobierno, las presiones inflacionistas y la tensa situación geopolítica aconsejan una *duración* corta hasta tanto los rendimientos a plazos más largos no reflejen los riesgos actuales. Conviene mencionar que el mercado de bonos corporativos ha demostrado un impresionante aguante, que respondería sobre todo a la buena solvencia financiera de la mayoría de empresas que componen los principales índices de deuda corporativa.

### Renta variable

El índice de referencia TA-125 de la Bolsa de Tel Aviv, tras un mes lleno de altibajos, cerró julio con una notable revalorización del 4,5% impulsado por los buenos resultados de los sectores tecnológico y sanitario. La confianza inversora, aunque prudente, salió reforzada tras publicarse informes de resultados empresariales optimistas y por el general aguante ante la incertidumbre económica mundial. Los valores de seguros, tras una mala racha, han empezado a recuperarse a medida que los inversores reconsideran las perspectivas de crecimiento en un entorno de subidas de tipos de interés e inestabilidad geopolítica. El sector inmobiliario también exhibió un sólido crecimiento, impulsado por la mayor demanda tras un largo periodo de estancamiento.

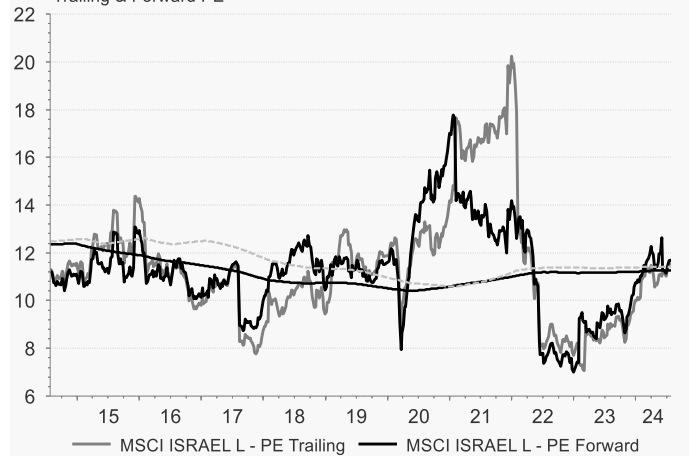
Cabe destacar, por último, la noticia de que Alphabet está en conversaciones avanzadas para adquirir la empresa israelí Wiz por unos 23.000 millones de USD. Wiz, que desarrolla software de ciberseguridad para computación en la nube, captó a principios de año mil millones de USD en una ampliación de capital, lo que ha elevado su valor de empresa a 12.000 millones de USD. Esta operación de fusión y adquisición sería, de confirmarse, la mayor realizada por Alphabet.

### 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**

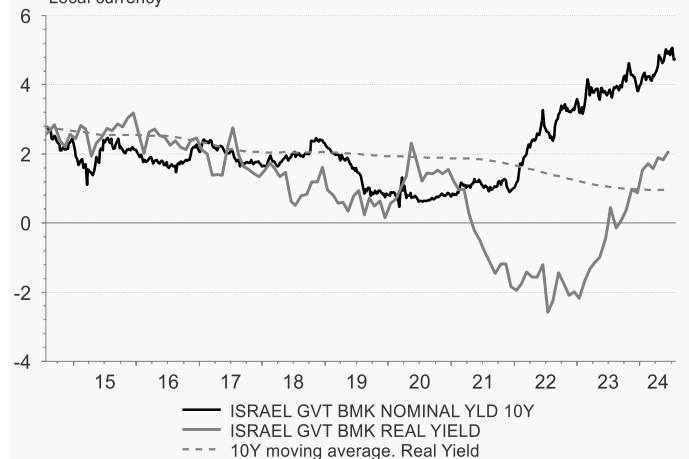
Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y**

Local currency



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Israel Shekel**

Spot & REER



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# BRASIL

## La cuestión de cuándo reanuda el Banco Central el ciclo de recorte de los tipos de interés

### La política monetaria, en palabras de Roberto Campos

El Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo los tipos de interés en el 10,5% pese a la inquietud que suscita la fortaleza de la economía brasileña y, en particular, su mercado laboral. El banco central está adoptando un enfoque prudente, aguardando a comprobar los efectos sobre la economía de esta decisión antes de considerar aplicar recortes adicionales de tipos.

En su intervención en el Foro del BCE celebrado en Portugal, Roberto Campos Neto, presidente del BCB, explicó que en la reciente decisión de pausar las bajadas de tipos influyeron tanto los datos de inflación como la reciente evolución del mercado. Indicó que las ventas generalizadas en mercados emergentes, Brasil incluido, respondieron más a rumores que a fundamentos económicos. Campos Neto se refirió, en concreto, a expectativas sobre las trayectorias de las políticas fiscal y monetaria, que generaban suficiente incertidumbre como para pausar los recortes de tipos. Hizo hincapié en la necesidad de mejorar la comunicación para eliminar estos factores y alinear mejor las expectativas con los datos fiscales y de inflación actuales.

### En política fiscal, posibles recortes del gasto presupuestario

El ministro de Hacienda, Fernando Haddad, enfatizó en entrevistas recientes la necesidad de tener paciencia con la situación fiscal del país, calificando de «obsesión» la consolidación de las finanzas públicas, y destacó que el país estaba superando dos retos importantes en el ámbito fiscal, asociados a la pandemia del coronavirus y a las elecciones de 2022. Ambos, según él, precedidos por una gestión deficiente de las finanzas públicas. Haddad aseguró que el plan de trabajo del gobierno se mantenía inalterado y añadió que los últimos datos económicos fueron sorprendentemente positivos, reflejando crecimiento de la actividad y disminución de la inflación. Mencionó que ventas minoristas, servicios e inflación fueron mejores de lo anticipado, lo que augura buenas perspectivas para el crecimiento económico.

Haddad reiteró las medidas oficiales encaminadas a reducir el gasto y anunció un importante recorte presupuestario de 25.900 millones de BRL en gastos obligatorios. Esta decisión tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad del Presupuesto de 2024 y elaborar el Presupuesto de 2025, que deberá presentarse antes del 31 de agosto. Los recortes se identificaron línea por línea, centrándose en áreas que no están alineadas con el espíritu de los programas sociales previstos para el próximo año.

El Gobierno está considerando además otras medidas, como partidas de gasto contingentes, para cumplir los objetivos fiscales para 2024 y mantener un presupuesto equilibrado para 2025. Las medidas se aplicarían sobre la base de recomendaciones de la Secretaría de Ingresos Federales, del Presupuesto y del Tesoro Federal, con posibles acciones a partir del 22 de julio. El objetivo es garantizar la observancia del marco fiscal y establecer en consecuencia los límites presupuestarios para 2025.

### Los datos de inflación son mejores de lo anticipado

La tasa de inflación oficial, medida por el Índice Nacional de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), subió 0,21 pp en junio, desacelerándose frente a mayo (+0,46 pp). El IPCA acumulado en lo que va de año es del 2,48% y del 4,23% interanual, por lo que permanece en el rango del 4,5% aceptable para el Gobierno.

### Reforma tributaria

La Cámara Baja de Brasil avanzó significativamente en la reforma tributaria al aprobar el primer conjunto de definiciones legales para establecer un nuevo sistema de impuestos sobre el consumo. La reforma se propone simplificar la compleja estructura fiscal del país consolidando cinco impuestos de varios niveles en dos gravámenes similares al IVA: uno federal (CBS) y otro para estados y municipios (IBS). La nueva legislación elimina los impuestos sobre los alimentos esenciales y crea un «impuesto al pecado» al gravar bebidas alcohólicas, bebidas azucaradas, cigarrillos y apuestas deportivas. La reforma es crucial para Brasil, donde cumplir la legislación fiscal vigente consume de media unas 1.500 horas al año. Al racionalizar el sistema tributario el Gobierno espera reducir significativamente esta carga, facilitando la operativa de las empresas y el cumplimiento de la normativa, por lo que esta simplificación debería impulsar la eficiencia económica y mejorar el entorno empresarial en Brasil.

El segundo paquete legislativo, presentado esta semana, se centra en constituir la comisión responsable de supervisar la aplicación del nuevo sistema tributario. Este paso es esencial para garantizar que la reforma se ejecute con eficacia y que la transición al nuevo sistema transcurra sin contratiempos. En conjunto, la reforma tributaria representa un importante avance en la modernización de la economía brasileña y mejorará su competitividad internacional.

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

Renta variable (iBovespa): NEUTRAL

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (dif. obj.: 700 pb; rend. obj.: 11,5%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 250 pb; TIR obj.: 7%)

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

**Brazil MSCI Index price-to-earning**

Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

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

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**BRASIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST**

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## El Gobierno electo hace todo lo posible por calmar a los mercados, pero no cabe descartar ciertas reformas

### Banco central

El Banco de México mantuvo inalterado su tipo de referencia (11%) en la reunión de junio, ya que la decisión de política monetaria coincidió con un aumento de la volatilidad en los mercados nacionales. El acta de la sesión revela que el banco central estaba abierto a un nuevo recorte de 25 pb al existir la percepción de que el tipo real *ex ante* continuaba en un nivel muy restrictivo. Sólo un miembro del Comité de Política Monetaria votó a favor de bajar tipos. Tras la decisión la situación parece más equilibrada, ya que la inflación y las expectativas inflacionistas podrían implicar, tanto en México como en EE.UU., medidas dirigidas a contrarrestar la evolución de los precios en 2025.

### Inflación y actividad

En junio la inflación general volvió a rozar el 5% (+4,98% interanual), impulsada por el aumento de los precios que componen el índice no subyacente (+7,67% interanual), en particular los productos agrícolas, cuyo encarecimiento en el mes la llevó al +10,36% interanual. También se ha observado persistencia en el componente de servicios de la inflación subyacente, que desde que tocó máximos en 2022 se resiste a bajar.

Las expectativas de crecimiento económico para el año se sitúan entre el 2% y 2,5%, mucho más cerca de la media de largo plazo tras ajustar por el periodo pandémico. Los indicadores de actividad más recientes muestran una ralentización en el primer semestre del año.

### Política

Tras la incertidumbre generada en los diez primeros días del mes por los resultados electorales, la presentación de los nombres del futuro gabinete por la presidente electa y el notable esfuerzo por atenuar las expectativas pesimistas del mercado propiciaron una recuperación parcial de los activos mexicanos, especialmente del peso.

La deriva negativa del mercado tras las elecciones se explica por el mes comprendido entre la inauguración de la nueva legislatura en septiembre, un gobierno en el que el partido de López Obrador cuenta con amplia mayoría, y la fecha de toma de posesión de la presidente electa, un intervalo que permitiría al presidente actual impulsar reformas, entre otras y principalmente las del sistema judicial, pensiones y programas sociales.

Por el momento no cabe descartar que algunas de estas reformas prosperen, especialmente la del sistema judicial, lo que podría llevar a un deterioro de la percepción del Estado de Derecho en el país. Esto es un factor clave para las agencias de calificación crediticia a la hora de asignar nota a un emisor soberano (en la actualidad México mantiene el rating de grado de inversión, con un escalón sobre el grado especulativo para Fitch y dos para Standard & Poor's y Moody's).

### Mercados financieros

**Renta variable.** Al igual que los índices mundiales, el mercado mexicano tuvo en junio un buen comportamiento, sobre todo a finales de mes; aun así, el S&P/BMV IPC acumula en lo que va de año una caída del 4%. Tras recuperarse en parte de los fuertes retrocesos de la primera quincena de junio, provocados por la incertidumbre política tras las elecciones presidenciales, han recobrado importancia los principales factores que afectan al índice mexicano. Entre los negativos cabe citar la falta de valores relacionados con el tema de inversión que más interés suscita actualmente (la IA); los rumores de posibles nuevos impuestos al sector bancario y un menor potencial de crecimiento. Por otra parte, cabe identificar los siguientes factores positivos para el mercado bursátil: un posible cambio en el apetito inversor hacia los sectores cíclicos; un movimiento (al menos) del banco central durante el año y buenas perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales. Por ahora reiteramos nuestra estimación a 12 meses de una cotización de cierre en 58.800 puntos.

**Renta fija y tipo de cambio.** La curva de tipos-plazos de la deuda mexicana se movió a la baja, en consonancia con los tipos más bajos observados en EE.UU. y la menor percepción de riesgo político por parte del mercado. El diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y el bono del Tesoro de EE.UU. volvió a los 560 pb, tras superar los 600 pb. Nuestro objetivo se mantiene en 550 pb, con previsiones de volatilidad para los próximos meses (las reformas y el Presupuesto de 2025 se presentarán en septiembre). 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 181 pb, superando el objetivo para final de año de 175 pb, que mantenemos.

Al igual que sucedió con los rendimientos de la deuda, el peso se recuperó en gran medida de su depreciación al pasar de 18,80 unidades por dólar en junio a 17,70 en la segunda semana de julio. Nuestra previsión es que se mantendrá en un rango de 18,30-19 pesos por dólar, con una mayor volatilidad en la última parte del año. En concreto, preveemos que el cambio MXN/USD rondará 18,50, el objetivo que hemos mantenido para el conjunto de 2024.

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

Renta variable (IPC México): NEUTRAL- SOBREPONDERAR

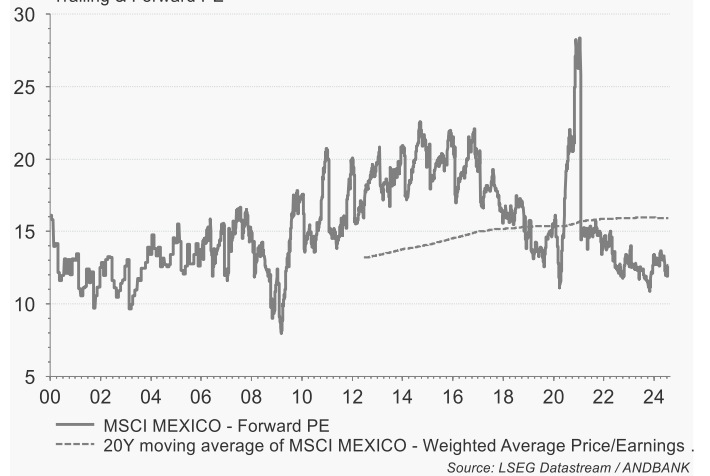
Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (diferencial obj.: 550 pb; rend. obj.: 10%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 175 pb; rendimiento obj.: 6,25%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 18,50)

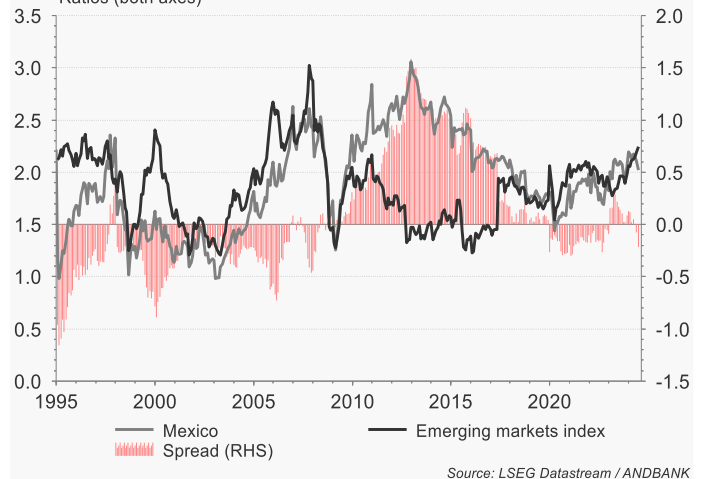
**Mexico MSCI Index price-to-earning**

Trailing & Forward PE



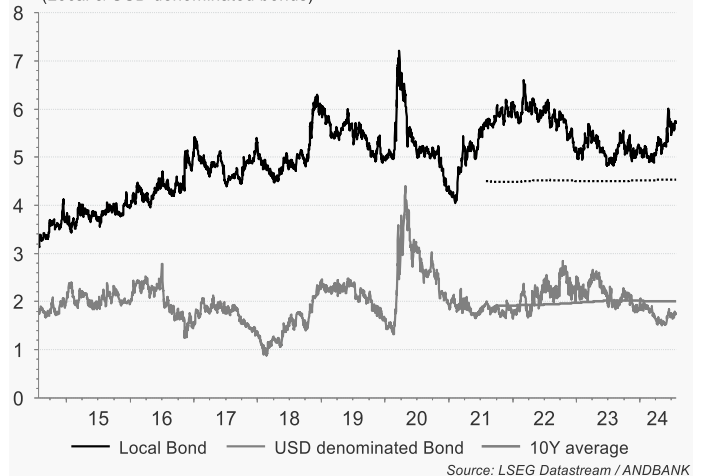
**Mexico price-to-book ratio**

Ratios (both axes)



**MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST**

(Local & USD denominated bonds)





# ARGENTINA

## El Gobierno sigue adoptando medidas encaminadas a levantar los controles de capital

### Política: buenas noticias para el Gobierno

Tras prolongadas negociaciones políticas en el Senado y en la Cámara de Diputados, y no sin importantes cambios, se aprobaron por fin la Ley de Bases y el Paquete fiscal, que conforman el grueso de la legislación impulsada por el gobierno de Milei. Los Diputados aprobaron la versión modificada de la Ley de Bases propuesta por el Senado (por 147 votos a favor, 107 en contra y 2 abstenciones) después de que el Gobierno excluyera de la lista de empresas privatizables a la compañía aérea nacional (*Aerolíneas Argentinas*), a la empresa estatal de correos (*Correo Argentino*) y a la televisión y radio públicas, además de renunciar a los cambios propuestos en el sistema de seguridad social, como eliminar la moratoria de las pensiones. La principal victoria del Gobierno se produjo en la votación del Paquete fiscal, ya que logró mantener la versión original del proyecto de ley tributaria en la que se incrementaba el Impuesto a las ganancias y se modificaba el Impuesto sobre bienes personales, dos capítulos que en su momento el Senado no había aprobado.

### Política monetaria y cambiaria: nuevo foco de atención del mercado

Una vez aprobada la Ley de Bases, un gran avance para el Gobierno, la atención del mercado se centra ahora en la política económica, en particular en la posibilidad de un cambio en el régimen cambiario que implique abandonar los controles de capital, lo que constituye un reto muy complejo en momentos como el actual en el que el Gobierno no puede seguir acumulando reservas (los precios de productos básicos y materias primas han estado cayendo últimamente) y las monedas de la región no dejan de depreciarse. El ministro de Economía, Luis Caputo, y el presidente del Banco Central, Santiago Bausili, anunciaron en rueda de prensa el lanzamiento de una segunda etapa de normalización que incluirá sustituir deuda emitida por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) por nueva deuda del Tesoro denominada Letra Fiscal de Liquidez (LeFi). Con esta medida se pretende cerrar uno de los canales de creación de dinero. Según Caputo, se trata de la segunda etapa por cuanto el Gobierno ya contuvo la monetización del déficit presupuestario, de modo que ahora el pago de intereses se satisfará con cargo al superávit del Tesoro. Aunque estos anuncios van en la dirección correcta, este en concreto no acabó de agradar al mercado, que esperaba más información sobre el levantamiento de los controles de capital. Aunque pudiera reducir la acumulación de reservas, el Gobierno tuvo que anunciar nuevas medidas; entre ellas, la esterilización de la emisión de moneda para la compra de dólares en el mercado oficial mediante la venta simultánea de dólares en los mercados paralelos de divisas con el fin de contener la brecha cambiaria, que había superado el 50%.

### Actividad económica: dos economías con realidades diferentes

Los indicadores de actividad económica reflejan un peor desempeño de los sectores vinculados a la economía doméstica que de los relacionados con el exterior. De los primeros, destacan los datos de ventas minoristas de PYMEs a precios constantes en junio (-21,9% interanual), con una caída acumulada del 17,2% en el primer semestre de 2024; o el Índice de Producción Industrial Manufacturera de mayo, con una disminución desestacionalizada (-0,2%) equivalente a una caída del 14,8% interanual. En cambio, la actividad de la construcción, pese a disminuir un 32,6% interanual, registró en mayo un avance desestacionalizado del +6,2%. Por lo que respecta al sector exterior hay datos alentadores: la agricultura se recupera de la sequía del año pasado y mejoran otras industrias en mayo: la producción minero-industrial aumentó un 7,7% interanual y la provincia de Neuquén marcó otro récord de extracción de petróleo (394.000 bpd, lo que supone un incremento del 19,3% interanual en lo que va de año).

### Empresas: a la espera de la planta YPF-Petronas, PAE firma un contrato con Golar

Tras varios años hablandose en Argentina de construir una planta de GNL (por 30.000 millones de USD) cuya operación realizarían conjuntamente YPF y la petrolera malaya Petronas, en los últimos meses la primera ha comenzado a acelerar los planes para su construcción y puesta en marcha. Aunque la idea original era que el proyecto se realizara en la ciudad de Bahía Blanca (provincia de Buenos Aires), principal polo petroquímico de Argentina, en los últimos meses la provincia meridional de Río Negro, próxima a Neuquén, ha manifestado interés por acogerlo. Con un objetivo similar de convertir el gas natural en GNL para su posterior exportación, Pan American Energy (propiedad de BP, Bidas y la familia Bulgheroni) y Golar LNG firmaron un acuerdo de 20 años para instalar en Argentina una planta flotante de licuefacción (con una capacidad de producción de 2,4 millones de toneladas anuales) que a partir de 2027 producirá GNL para los mercados de exportación.

### Inflación: un dato que envía señales contradictorias

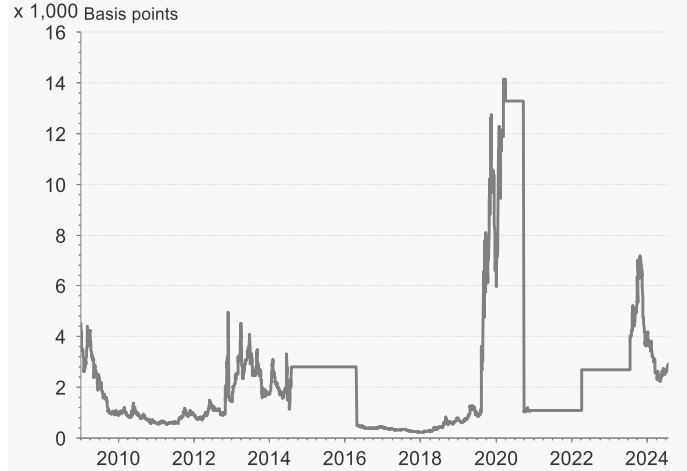
En el primer mes de gobierno de Milei (diciembre de 2023), tras haber devaluado la divisa oficial más del 50%, la inflación superó el 25%. En los meses siguientes disminuyó mes a mes hasta situarse en 4,2%. El dato de inflación de junio (+4,6%) invirtió esa tendencia a la baja, aunque no deja de ser una buena noticia que la cifra fuese inferior a la que esperaba el mercado (+5,2%). Otra buena noticia es que la inflación subyacente, con un alza del 3,7%, por sexto mes consecutivo aumentó menos que la general. Los precios regulados subieron un 8,1% en el mes, de nuevo por encima del IPC general, impulsados por la vivienda y los servicios públicos, que se encarecieron un 14,3%. Para aliviar la presión sobre los precios regulados el Gobierno aplazó las subidas de los impuestos sobre los carburantes y de las tarifas de servicios públicos, que tomados conjuntamente habrían incrementado en 1,2 pp la inflación de julio, según JPMorgan.

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

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

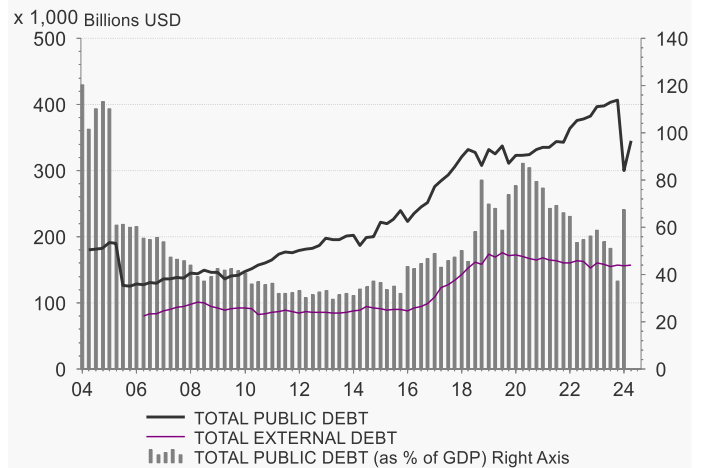
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2024: 1.600)

Argentina 5Y CDS



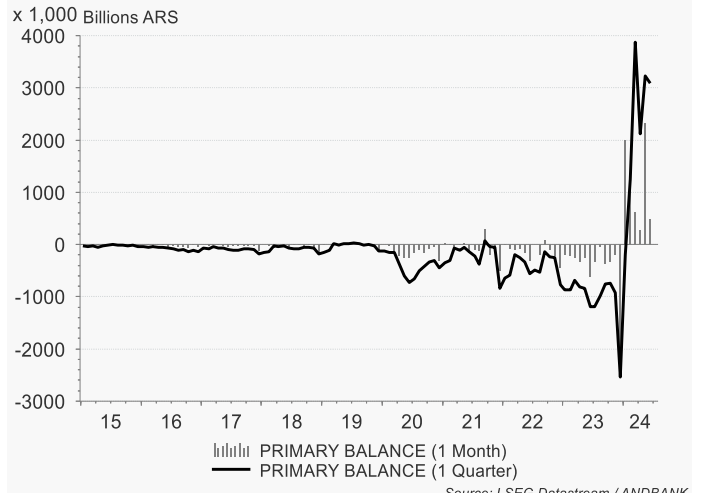
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
**Análisis fundamental**

Index	Projected EPS Fw 12 months	Projected EPS Growth 2024	PE (fwd)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Reasonable Price Earning Ratio 12m	Implied Equity Yied at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price Next 12 months	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	263	10,6%	24,65	20,72	4,83%	0,65%	-2,00%	21,00	4,76%	0,59%	5.459	5.532	1,3%	MW
Europe - Stoxx Europe 600	37	4,4%	14,63	13,95	7,17%	4,79%	5,00%	14,00	7,14%	4,76%	513	515	0,4%	MW-OW
Spain IBEX 35	1.043	5,5%	11,78	10,70	9,34%	6,14%	5,70%	11,00	9,09%	5,89%	11.166	11.475	2,8%	MW-OW
Mexico IPC GRAL	4.534	10,2%	12,97	11,65	8,58%	-1,27%	-0,90%	13,00	7,69%	-2,16%	52.820	58.948	11,6%	MW-OW
Brazil BOVESPA	15.489	12,0%	9,22	8,23	12,15%	0,04%	-1,10%	9,10	10,99%	-1,12%	127.492	135.000	5,9%	MW
Japan NIKKEI 225	1.859	25,6%	26,91	20,27	4,93%	3,91%	4,00%	24,00	4,17%	3,14%	37.667	44.607	18,4%	OW
China SSE Comp.	309	14,6%	10,81	9,37	10,67%	8,52%	4,80%	10,00	10,00%	7,85%	2.892	3.085	6,7%	UW
China Shenzhen Comp	124	23,6%	16,09	12,63	7,91%	5,77%	1,23%	14,00	7,14%	5,00%	1.562	1.731	10,8%	UW
India SENSEX	1.126	24,4%	27,37	19,73	5,07%	-1,85%	-2,00%	21,00	4,76%	-2,15%	81.421	86.641	6,4%	OW
Vietnam VN Index	137	30,5%	13,20	9,07	11,02%			11,00	9,09%		1.247	1.512	21,2%	OW
MSCI EM ASIA	46	22,3%	16,51	12,76	7,84%			13,50	7,41%		585	619	5,8%	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.	62%	63%
Emerging Markets	15%	10,4%
Europe ex. U.K.	13%	12,1%
Japan	5%	5,5%
U.K.	2%	3,6%
Canada	2%	2,8%
Pacific ex. Japan	1%	2,7%

Fortaleza relativa: acciones vs bonos (Ned Davis Research)





RENDA VARIABLE

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

Exhibit 1A. STOXX 600: Q2 2024 Earnings Dashboard

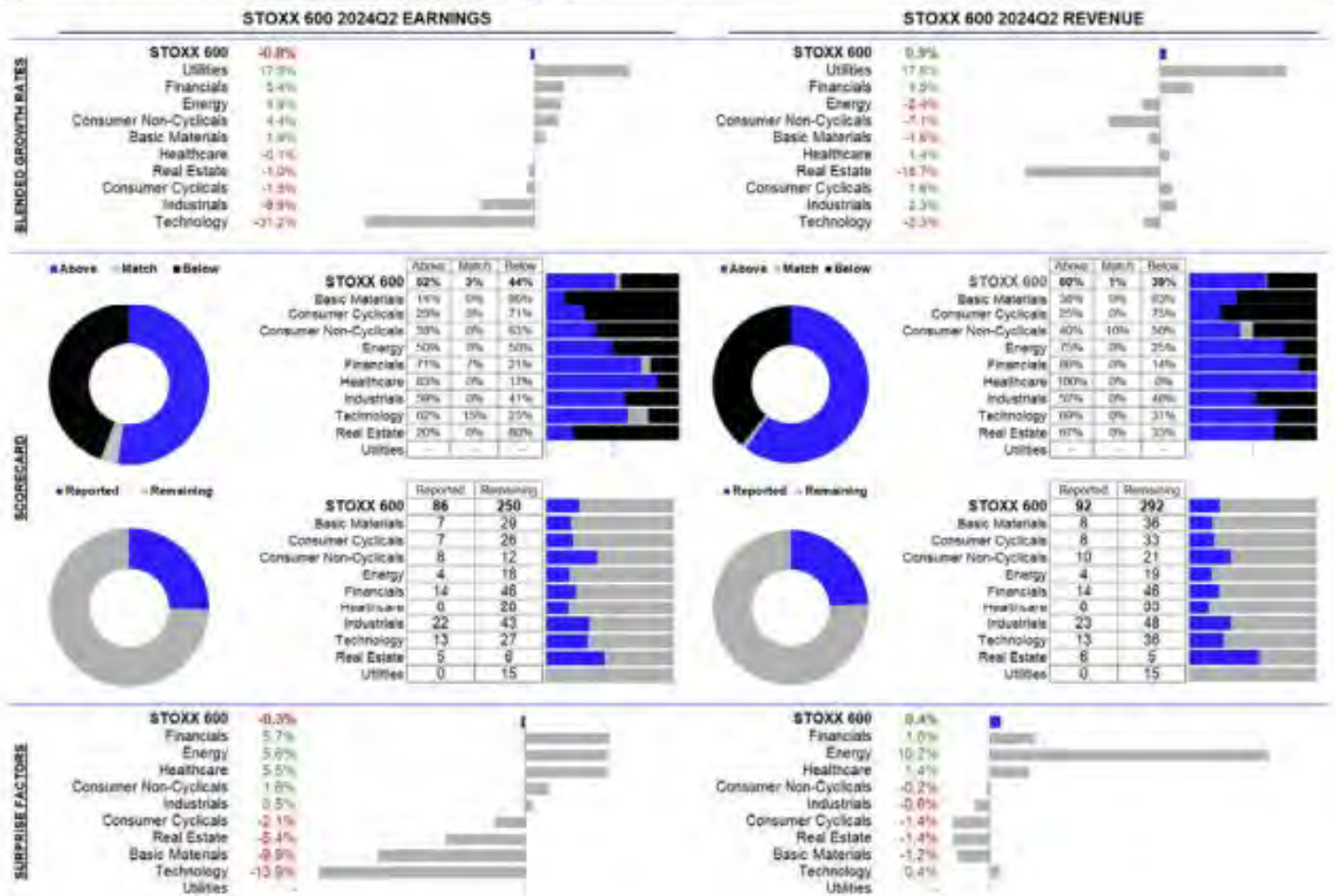
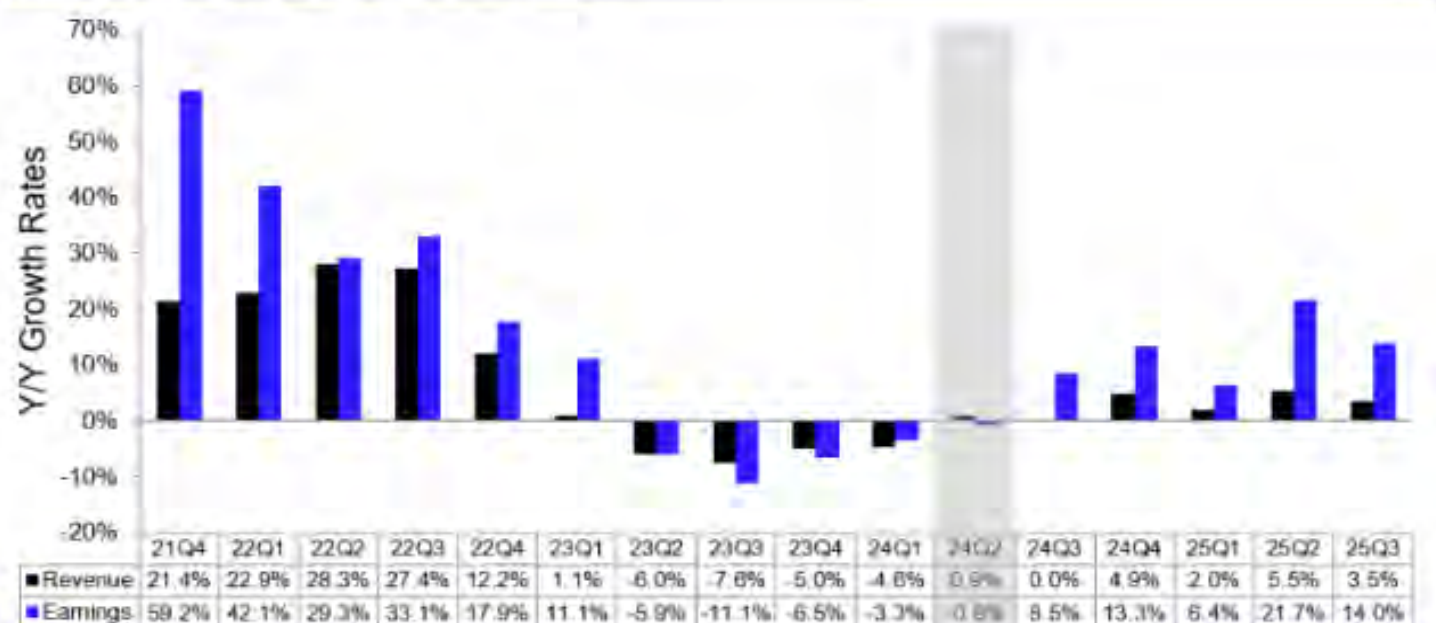


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

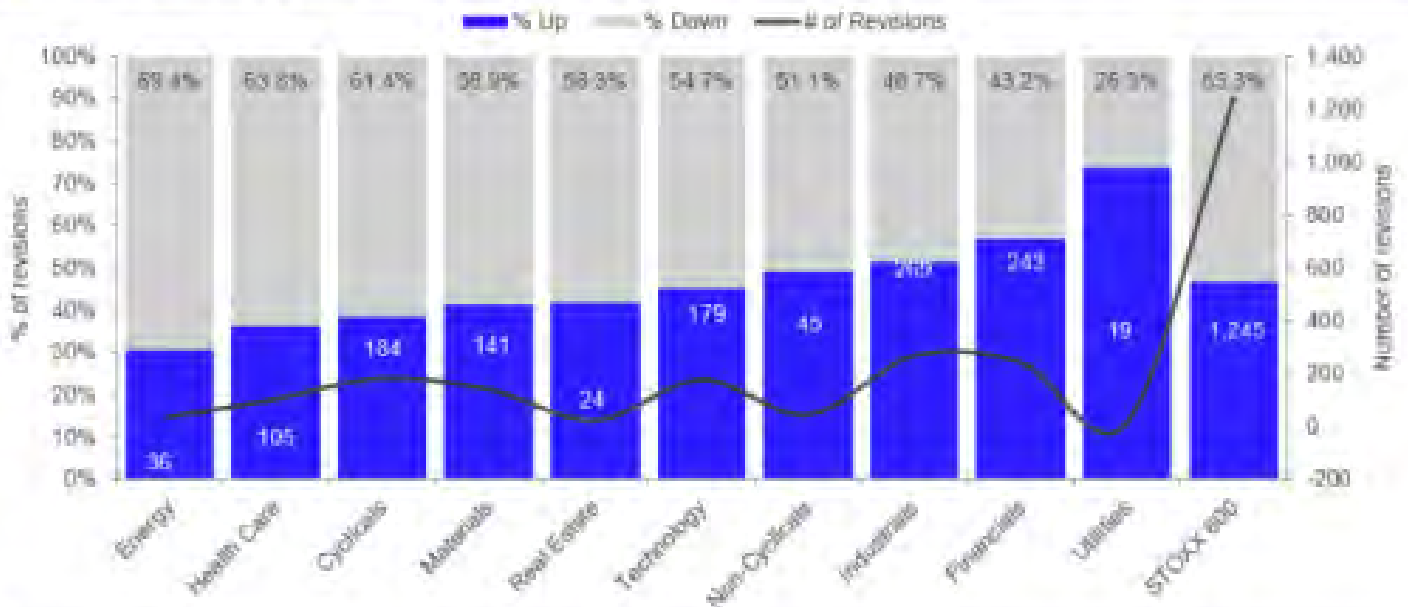




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

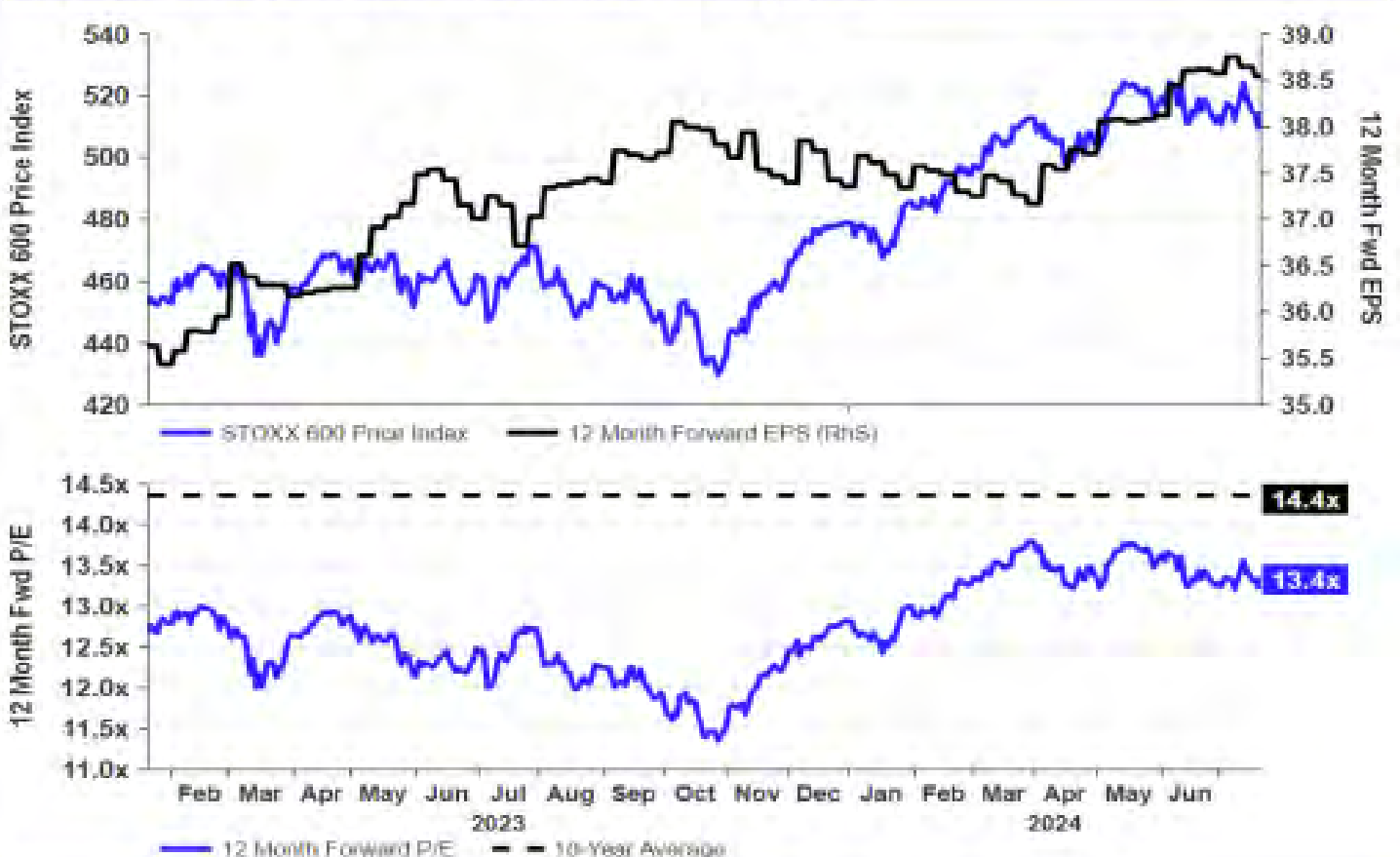
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



Source: LSEG IB/E/S

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



Source: LSEG Datastream





ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

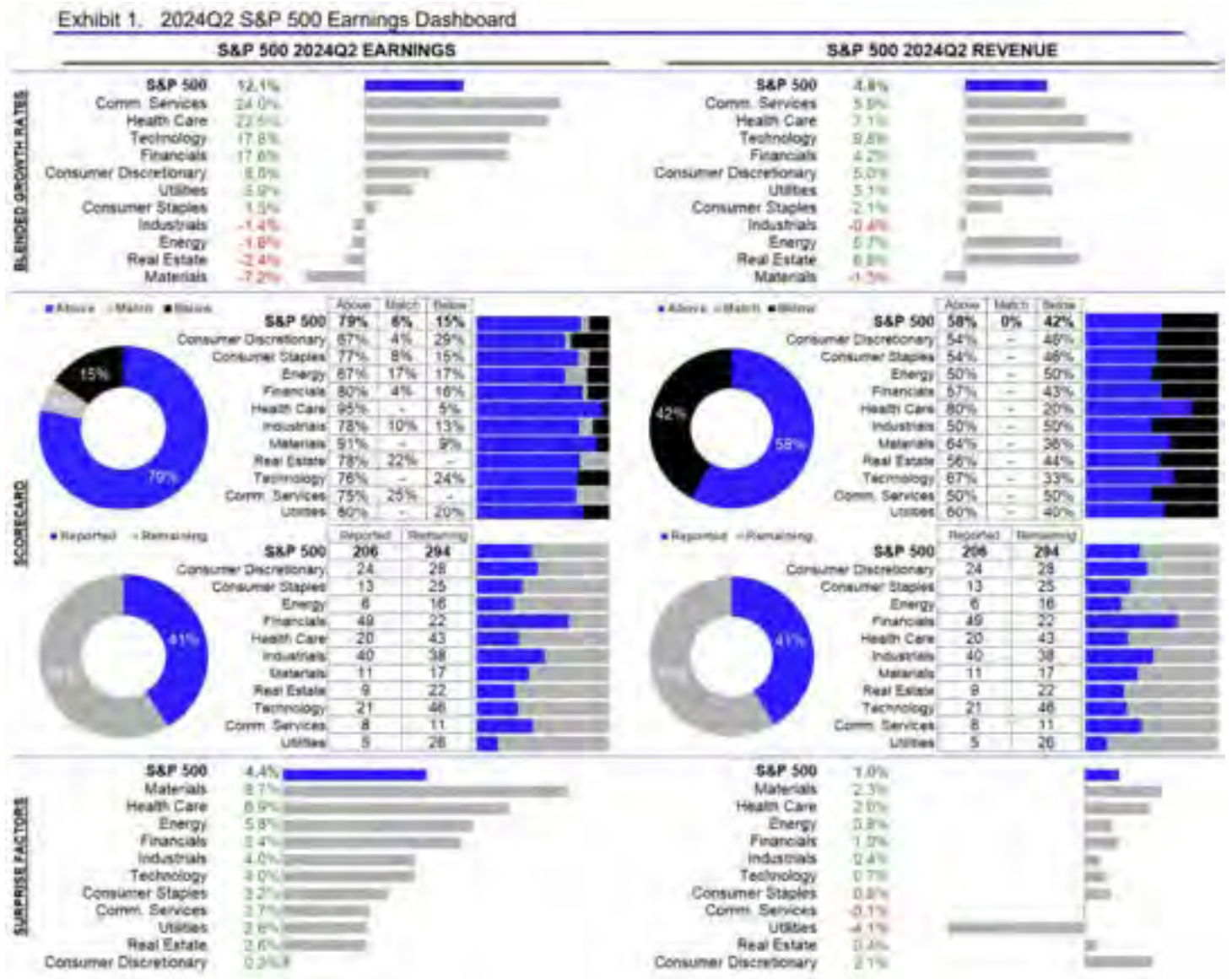
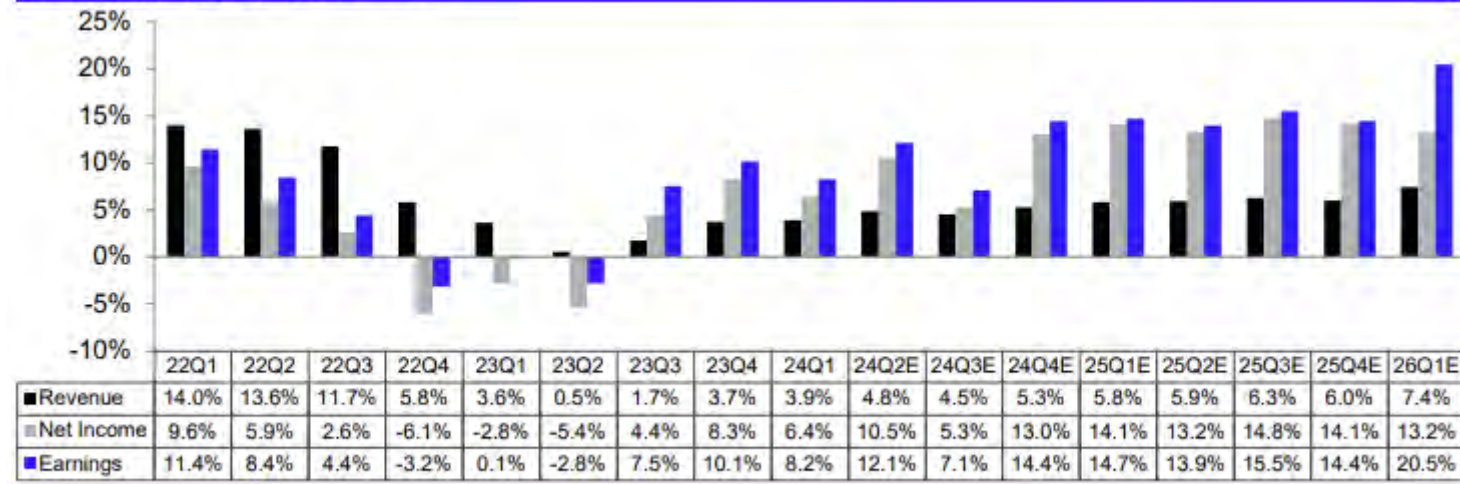


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



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.

El análisis mensual de la evolución del mercado energético respalda una postura alcista para el precio del crudo (11 factores alcistas y 4 bajistas)

**(Factor bajista) – Las tasas de utilización de las refinerías independientes chinas se reducen por la debilidad de los márgenes y la escasa demanda de productos.** Las importaciones chinas de productos petrolíferos en junio se desplomaron (-33,2%) respecto a las de mayo hasta niveles (2,97 millones de toneladas métricas) no vistos en 20 meses. Según los últimos datos del proveedor local de información energética JLC, las tasas de utilización de la capacidad de refinación cayeron un punto porcentual, rondando el 10 de julio el 52%. Estas bajas tasas de utilización siguieron a las de junio, las menores desde marzo de 2020, cuando el país se vio afectado por las medidas motivadas por la declaración de pandemia. La mayoría de las refinerías independientes llevan la mayor parte del año operando alrededor de su punto de beneficio nulo, debido sobre todo a la débil demanda de productos derivados del petróleo en un entorno de márgenes estrechos. La tasa media de utilización en el primer semestre de 2024 también cayó 10 pp interanuales (del 68% al 58%) respecto al año anterior. Entre los factores que contribuyen a la menor demanda de gasóleo se cuentan la atonía del mercado inmobiliario, la ralentización de proyectos de infraestructuras y el creciente uso de vehículos eléctricos y de camiones pesados propulsados por gas natural licuado (GNL).

**(Factor bajista) – Descubrimiento en Kuwait.** Kuwait Petroleum Corporation (KPC) anunció a mediados de mes un «gigantesco» descubrimiento de petróleo en el yacimiento de Al-Nokhatha, al este de la isla kuwaití de Failaka, con reservas de crudo estimadas en 3.200 millones de barriles. Unos «enormes volúmenes comerciales» de petróleo ligero y gas asociado en un yacimiento mar adentro que marcaban un «punto de inflexión». Por su parte, **Exxon planea perforar hasta 30 pozos en su séptimo proyecto petrolífero en Guyana.** El proyecto, que está pendiente de aprobación estatal, elevará la capacidad de producción del país en unos 180.000 bpd, hasta rondar los 1,5 millones de barriles de petróleo diarios (Mbpd) en cinco años.

**(Factor bajista) – El nuevo presidente iraní, Masoud Pezeshkian, representa una propuesta reformista y promete aliviar las tensiones con Occidente.** También pretende que se eliminen unas sanciones petroleras «catastróficas» y que el gobierno iraní deje de vender petróleo por debajo del precio de mercado. Su victoria permitiría a este miembro de la OPEP suministrar más crudo al mercado y revitalizar unas infraestructuras de petróleo y gas deterioradas. «Necesitamos la apertura exterior. El desarrollo económico... requiere una política exterior interactiva y distensión», afirmó Pezeshkian.

**(Factor bajista) – Hamás acepta en líneas generales un plan de alto el fuego con Israel propuesto por EE.UU.** Así lo afirmó un alto cargo político estadounidense, aunque aún estarían pendiente de concretarse los detalles. Israel enviará negociadores a Qatar para intentar ultimar un acuerdo, en el que también participarán representantes estadounidenses. Es la señal más clara en semanas de que podría producirse una pausa en las hostilidades tras casi nueve meses de guerra en Gaza.

**(Factor alcista) – La disciplina en la adhesión al cumplimiento de las cuotas en la OPEP+ parece alta.** Irak, el segundo mayor productor de petróleo de la OPEP, reconoció a mediados de julio que en junio había extraído 184.000 bpd por encima de la cuota pactada con la OPEP+ y se comprometió a compensar ese exceso de producción realizando recortes adicionales por un volumen equivalente antes de la fecha límite de septiembre de 2025 que establece el último acuerdo de la OPEP+. «Irak afirma su pleno compromiso con el acuerdo y los ajustes voluntarios y compensará cualquier exceso de producción en que haya incurrido desde principios de 2024». Por su parte, el ministro de Energía de Kazajistán afirmó que había elaborado un plan para compensar la producción de petróleo nacional que superase la cuota pactada con la OPEP+. La alianza OPEP+ ha realizado en los últimos dos años varias rondas de recortes de producción para apuntalar el mercado, que ha incluido recortes voluntarios por unos 2,2 Mbpd por parte de Irak y otros miembros a partir de mediados de 2023.

**(Factor alcista) – Disminución de las exportaciones rusas.** Las petroleras rusas Rosneft y Lukoil reducirán en julio sus exportaciones de petróleo desde el puerto de Novorossiisk, en el Mar Negro, en unos 220.000 bpd.

**(Factor alcista) – La producción de petróleo de la OPEP+ se redujo en junio.** Según indicó la agencia Platts se trató de la menor reducción en 11 meses, por un volumen de 130.000 bpd, hasta los 40,87 Mbpd, al estar acercándose los aliados del grupo al cumplimiento de las cuotas.

**(Factor alcista) – Temporada estival en Arabia Saudí.** El país aumentó las importaciones del tipo de petróleo más contaminante hasta su nivel más alto en tres años para ayudar a satisfacer la demanda de energía en medio de temperaturas extremadamente altas.

**(Factor alcista) – Prohibición de exportaciones rusas.** Según Reuters, la Agencia Federal Antimonopolio de Rusia (FAS) quiere restablecer la prohibición de exportar carburantes a partir del 1 de agosto para ayudar a satisfacer la demanda interna y asegurar la estabilidad de precios. Si Rusia dejase de exportar carburantes los países receptores tendrían que producirlos por su cuenta, para lo cual primero tendrían que comprar petróleo y refinarlo.

**(Factor alcista) – Posicionamiento del mercado.** Los gestores de fondos fueron compradores netos de petróleo en cada una de las últimas cuatro semanas desde el 4 de junio, por un total de 316 millones de barriles, con lo que retomaron en julio una posición básicamente neutral en petróleo tras las fuertes ventas que a principios de junio provocó la reunión de la OPEP+.

**(Factor alcista) – Demanda mundial.** Según Reuters, que remite al último informe de la Agencia de Información de la Energía (EIA) estadounidense, la demanda mundial de petróleo superará a la oferta el próximo año. El cambio se explicaría porque, en una reunión celebrada el mes pasado, la OPEP y sus aliados (OPEP+) se reafirmaron en mantener el grueso de los recortes de producción hasta el próximo año. Con miras a apuntalar los mercados el grupo de productores lleva desde finales de 2022 restringiendo la producción.

**(Factor alcista) – El consumo estimado de electricidad en EE.UU. en 2024 y 2025 apunta a máximos históricos.** La EIA prevé que la demanda eléctrica, frente a los 4 billones de kWh de 2023, ascenderá a más de 4,1 billones de kilovatios-hora (kWh) en 2024 y a casi 4,2 millones de kWh en 2025. El récord de consumo, con casi 4,07 billones de kWh, se registró en 2022.

**(Factor alcista) – El crecimiento de la producción de petróleo en EE.UU. se ralentiza y el de gas empieza a caer.** Esto representa un factor alcista para el precio del crudo en un entorno en el que se espera un aumento del consumo de electricidad. «El crecimiento anual de la producción de crudo estadounidense en el periodo 2022-2024 será de 400.000 barriles diarios de media, en contraste con el crecimiento anual medio de 1,1 Mbpd entre 2017 y 2019», informó la EIA en su informe de perspectivas a corto plazo (STEO) de junio. Esto reflejaría una serie de factores: la aplicación de recursos propios a aumentar dividendos en lugar de invertir en nueva producción; la consecuencia de mercados de trabajo más tensionados y mayores costes, y las mayores presiones sobre las cadenas de suministro de los yacimientos. Esta respuesta frente a los precios diverge de lo sucedido en el pasado, pero seguimos esperando que el crecimiento de la producción de crudo estadounidense acabe alcanzando niveles récord, impulsada principalmente por la evolución en la cuenca del Pérmico. Según la EIA, la producción de crudo estadounidense se situará de media en 2024 en 12,77 Mbpd, ligeramente por debajo de su récord de producción de crudo de 13,1 Mbpd registrado en la última semana de febrero de 2020.

**(Factor alcista) – Ataques hutíes.** Según Reuters, los rebeldes hutíes lanzaron ataques contra cuatro barcos en los mares Rojo, Arábigo y Mediterráneo contra EE.UU., Reino Unido e Israel.

**(Factor alcista) – Fuerte drenaje de reservas almacenadas.** Los operadores prevén una fuerte reducción de inventarios debido a los desplazamientos por carretera propios de la temporada estival, que implicará un mayor consumo de gasolina en EE.UU. Los mercados de futuros, que operan con antelación, parecen anticipar una oferta mucho más ajustada que apuntalaría el alza de los precios y los diferenciales en los próximos meses. La OPEP y muchos analistas prevén un déficit importante en el tercer trimestre, con la consiguiente reducción drástica de inventarios.



## 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.

#### 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 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 arrebatárselo al oro. Este factor de oferta relativa cambia este mes de signo, tornándose en un factor negativo para el oro. Con una perspectiva de más largo plazo, una vez terminen las medidas de QT, 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 y batiesen en rentabilidad al oro. Este, al resentirse su rentabilidad relativa, acabaría previsiblemente pasando a un segundo plano.

**El oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,2448 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) está a 1.973 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.269 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.579 USD/onza.

**El oro frente a la plata.** La ratio Oro/Plata se situó en 78,31x, todavía por encima de su media de 20 años de 68,43 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 2.146 USD/oz.

**El oro frente al paladio.** La ratio oro/paladio, situada en 2,32x, superó su media de los últimos 20 años de 1,66x, 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 1.703 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Actualmente en 29,98x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 19,70x. 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 1.674 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.

**Los cuatro riesgos para el recorrido alcista del oro que se han identificado ya no parecen tan distantes. ¿De qué riesgos se trata?** 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 ALTO).** Los tipos de interés nominales altos, ahora un hecho, se mantendrán en positivo durante un tiempo.

**- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo ALTO).** El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente a lo largo de 2023, continuando la mejoría observada en 2022 (pasando del -4,53% del PIB en el primer trimestre de 2022 al -3,1% en el segundo de 2023). 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 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, lo que perjudicaría no poco al oro.

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

**- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo MEDIO).** Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable. El precio del oro lleva un tiempo (desde agosto de 2020) sin tracción ni impulso y, por ello, carente de dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011. Fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese periodo. Si 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

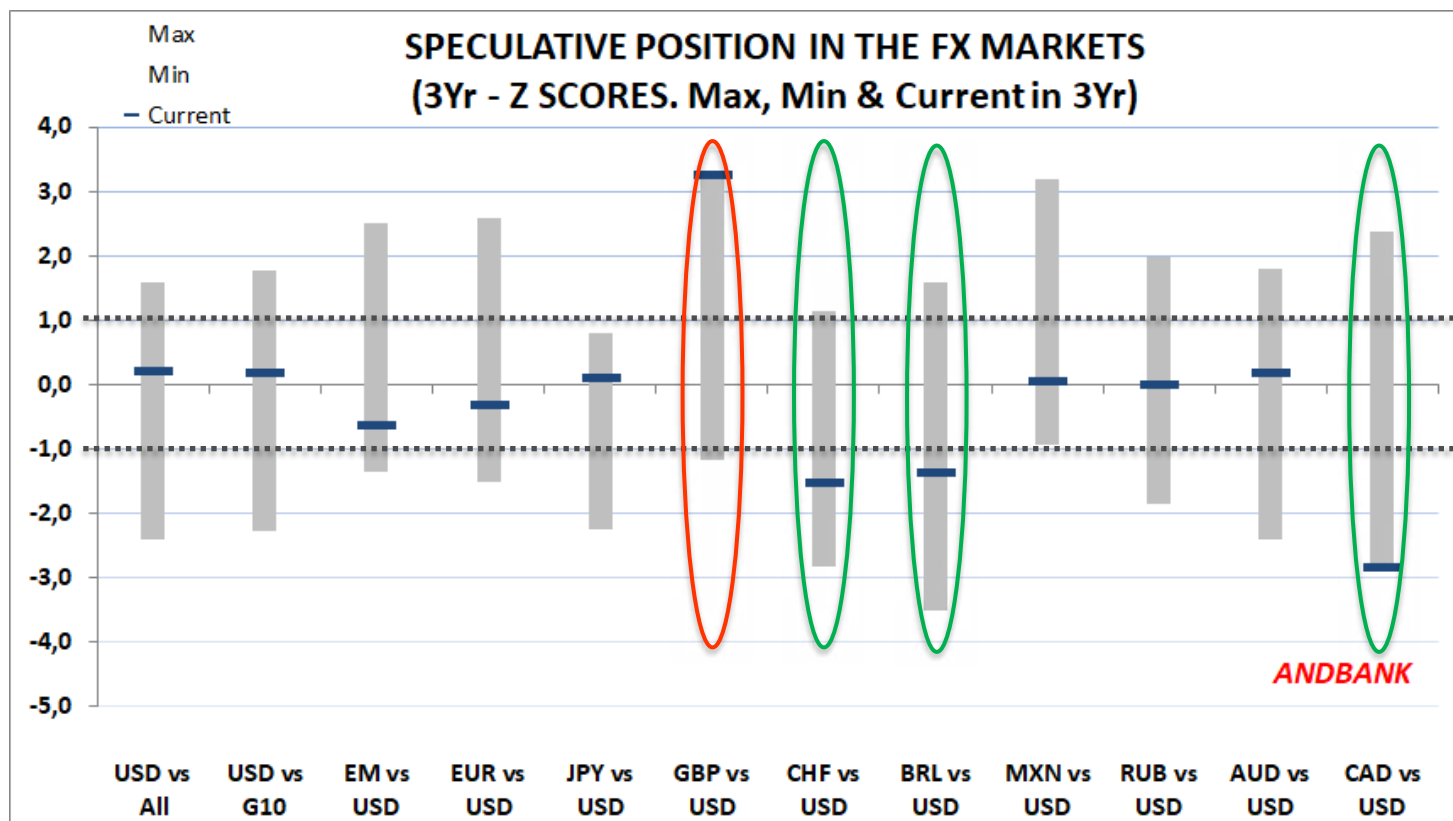
TIPOS DE CAMBIO

**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	9,08	-14,79	32,6	-28,2	5,2	0,20
USD vs G10	10,23	-14,82	36,3	-25,4	6,8	0,19
EM	1,16	-0,03	4,2	-0,8	2,0	-0,63
EUR	4,87	6,00	23,4	-8,6	7,8	-0,32
JPY	-8,61	5,01	0,6	-15,0	-9,1	0,11
GBP	11,47	7,98	11,5	-6,5	-0,3	3,27
CHF	-5,93	-1,03	0,2	-7,0	-3,0	-1,52
BRL	-0,75	-0,34	0,7	-0,8	-0,2	-1,37
MXN	1,91	0,31	4,3	-0,5	1,9	0,05
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-0,58	0,99	6,1	-7,0	-1,3	0,19
CAD	-11,73	-2,76	6,1	-11,7	-0,9	-2,83

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 12 months view	Expected Performance (to Target Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	0,0%	14,5%	5.459	5.532	1,3%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,3%	7,1%	513	515	0,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	0,0%	5,8%	502	532	6,0%
	SPAIN - IBEX 35	2,0%	10,5%	11.166	11.475	2,8%
	MEXICO - MXSE IPC	0,7%	-8,0%	52.820	58.948	11,6%
	BRAZIL - BOVESPA	2,9%	-5,0%	127.492	135.000	5,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	-4,8%	12,6%	37.667	44.607	18,4%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-2,5%	-2,8%	2.892	3.085	6,7%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-3,4%	-15,0%	1.562	1.731	10,8%
	INDIA - SENSEX	3,0%	12,7%	81.421	86.641	6,4%
	VIETNAM - VN Index	0,2%	10,4%	1.247	1.512	21,2%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-2,0%	7,8%	585	619	5,8%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	2,1%	-0,2%	4,17	<b>4,50</b>	1,5%
	UK 10 year Gilt	1,3%	-2,1%	4,05	4,50	0,5%
	German 10 year BUND	1,0%	2,9%	2,38	<b>2,50</b>	1,4%
	Japanese 10 year Govie	0,2%	-4,7%	1,02	1,25	-0,8%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,9%	-0,1%	3,20	3,35	2,0%
	Italy - 10yr Gov bond	3,0%	1,8%	3,73	3,90	2,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	2,1%	-0,4%	2,99	3,10	2,1%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,4%	-2,3%	2,78	2,90	1,9%
	Greece - 10yr Gov bond	2,5%	-1,0%	3,36	3,50	2,2%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,6%	2,7%	54,60	75	3,6%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,3%	4,6%	297,32	450	2,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,6%	3,7%	52,10	75	5,4%
	Credit USD HY - CDX HY	1,1%	6,0%	333,58	450	5,4%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	4,0%	-7,7%	26,29	25,00	36,6%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,3%	-15,6%	15,11	25,00	-64,0%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,7%	0,0%	6,90	6,00	14,1%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,3%	6,2%	6,91	6,25	12,2%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	3,4%	2,0%	6,16	5,75	9,5%
	China - 10yr Gov bond (local)	0,6%	4,9%	2,15	1,75	5,3%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	1,0%	1,8%	3,77	3,25	7,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,7%	2,0%	2,59	2,00	7,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	2,1%	-0,6%	2,95	3,40	-0,6%
	Rep. Korea - 10yr G. bond (local)	2,1%	2,9%	2,94	3,50	-1,5%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,9%	-2,6%	1,59	2,65	-6,9%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,4%	-2,7%	9,85	10,00	8,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,9%	-0,1%	5,95	6,25	3,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,5%	-9,0%	12,11	11,50	17,0%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,2%	-0,6%	6,39	7,00	1,5%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-5,0%	8,5%	77,4	85,00	9,9%
	GOLD	2,6%	19,2%	2.390,0	2.300	-3,8%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	1,3%	-1,7%	1,09	1,05	-3,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,7%	1,0%	1,29	1,29	0,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,4%	-2,6%	0,84	0,81	-3,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,7%	5,0%	0,88	0,87	-1,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,4%	3,3%	0,96	0,91	-4,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	-4,6%	8,7%	153,39	140,00	-8,7%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,4%	7,0%	166,48	147,00	-11,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,9%	9,1%	18,50	18,50	0,0%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,3%	7,4%	20,07	19,43	-3,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,3%	16,8%	5,67	5,25	-7,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,6%	14,8%	6,15	5,51	-10,3%
	USDARS (price of 1 USD)	1,9%	14,8%	928,50	1.000	7,7%
	USDINR (price of 1 USD)	0,4%	0,6%	83,73	82	-1,7%
	CNY (price of 1 USD)	-0,2%	2,2%	7,25	7,50	3,4%

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

UPWARD REVISION      DOWNWARD REVISION

## 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.