

# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

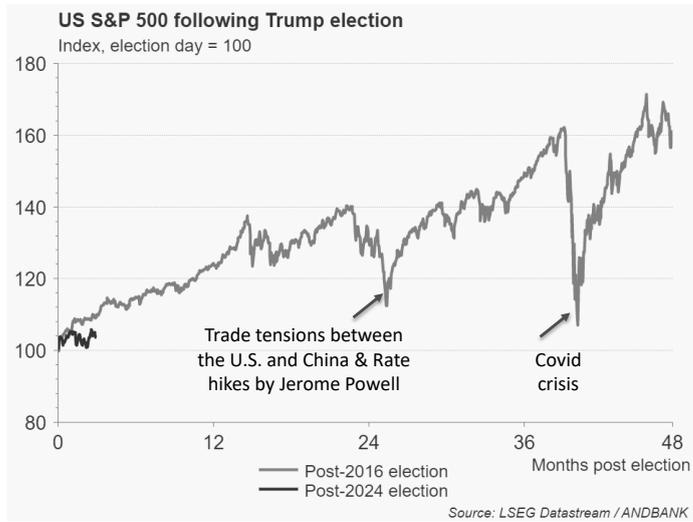
Opinión corporativa mensual de Andbank – Febrero de 2025

**Opinión  
Corporativa**  
*Febrero de 2025*



## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICOS DEL MES



### RENTA VARIABLE

Página 2

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.995	6.537	9,0%	MW-OW
Europe - Stoxx Europe 600	535	566	5,8%	MW
Spain IBEX 35	12.289	12.351	0,5%	UW
Mexico IPC GRAL	51.210	62.933	22,9%	MW-OW
Brazil BOVESPA	125.731	132.000	5,0%	UW
Japan TOPIX	2.738	2.962	8,2%	OW
China SSE Comp. A share	3.407	3.163	-7,2%	UW
China Shenzhen Comp	1.911	1.742	-8,8%	UW
India SENSEX	78.584	91.170	16,0%	OW
Vietnam VN Index	1.265	1.532	21,2%	OW
MSCI EM ASIA	588	740	26,0%	OW

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

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	0,7%	0,1%	4,58	4,75	3,2%
UK 10 year Gilt	0,9%	1,0%	4,53	4,50	4,8%
German 10 year BUND	0,5%	-0,2%	2,41	2,40	2,5%
Japanese 10 year Govie	-1,1%	-1,3%	1,27	1,25	1,4%
Spain - 10yr Gov bond	0,5%	0,1%	3,08	3,15	2,5%
Italy - 10yr Gov bond	0,7%	0,3%	3,52	3,65	2,5%
Portugal - 10yr Gov bond	0,2%	-0,4%	2,91	2,90	3,0%
Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-0,2%	2,66	2,80	1,6%
Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	0,0%	3,24	3,40	2,0%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	0,4%	53,73	65	2,8%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	1,1%	291,19	360	3,4%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	0,5%	48,48	75	4,0%
Credit USD HY - CDX HY	0,6%	0,7%	294,57	450	2,6%

### RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	9,4%	16,0%	25,82	26,82	17,8%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,5%	15,11	25,00	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,7%	1,62	1,25	4,6%
India - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,4%	6,67	6,25	10,0%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,0%	0,5%	2,88	2,50	5,9%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,8%	0,7%	6,99	6,00	14,9%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,3%	2,73	2,75	2,6%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,8%	0,8%	1,54	2,50	-6,1%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,4%	0,6%	6,08	5,00	14,7%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	0,4%	3,81	3,00	10,3%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-0,3%	2,30	1,75	6,7%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	0,1%	0,3%	3,02	3,00	3,1%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	3,4%	4,2%	10,05	10,50	6,5%
Mexico - 10yr Govie (USD)	0,8%	0,7%	6,62	6,75	5,5%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-0,4%	4,5%	14,75	14,75	14,8%
Brazil - 10yr Govie (USD)	2,2%	3,1%	6,73	7,75	-1,4%

### MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-2,3%	0,9%	71,7	70,00	-2,4%
GOLD	5,7%	5,9%	2.814,9	2.400	-14,7%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-0,8%	1,03	1,05	1,7%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	-1,1%	1,24	1,29	3,8%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	0,3%	0,83	0,81	-2,0%
USDCHF (price of 1 USD)	0,5%	0,6%	0,91	0,87	-4,3%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	-0,2%	0,94	0,91	-2,7%
USDJPY (price of 1 USD)	-1,5%	-1,0%	155,25	158,0	1,8%
EURJPY (price of 1 EUR)	-2,1%	-1,8%	160,28	165,9	3,5%
USDMXN (price of 1 USD)	0,6%	-1,0%	20,43	21,00	2,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	0,0%	-1,6%	21,09	22,05	4,5%
USDBRL (price of 1 USD)	-5,0%	-6,0%	5,81	5,80	-0,1%
EURBRL (price of 1 EUR)	-5,7%	-6,8%	5,99	6,09	1,6%
USDARS (price of 1 USD)	1,8%	2,2%	1.053,00	1.000	-5,0%
USDINR (price of 1 USD)	1,6%	1,9%	87,06	86	-1,2%
CNY (price of 1 USD)	-1,0%	-0,7%	7,25	7,50	3,4%





# EE.UU.

## Perspectivas constructivas para el 2025: evaluación de las medidas de Trump y de la evolución de la inflación

### Mercado de renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

El nuevo año arrancó invitando al optimismo: con unos buenos datos económicos, alentadores beneficios empresariales y reorientación hacia el control de la inflación más que hacia el crecimiento. El recorte de tipos de interés por un total acumulado de 100 pb venía propiciando un entorno favorable en el que la economía, si bien iría enfriándose, aguantaría en ritmos más que decentes a pesar de la incertidumbre sobre el ritmo futuro de las bajadas de tipos en 2025, por no hablar de las medidas de política que podría tomar el presidente Trump.

**Presidencia de Donald Trump y aranceles:** El 3 de febrero de 2025, la administración Trump acordó una pausa de 30 días en los aranceles del 25% a las importaciones de Canadá y México, mientras negocia sobre seguridad fronteriza y tráfico de drogas. La decisión siguió al despliegue de 10,000 efectivos de la Guardia Nacional Mexicana en la frontera norte. Sin embargo, los aranceles contra China entran en vigor hoy, 4 de febrero (apnews.com). En respuesta, China impuso aranceles de represalia del 15% al carbón y GNL de EE. UU., y del 10% al crudo, maquinaria agrícola y automóviles. Además, anunció controles de exportación sobre tungsteno, telurio, bismuto y molibdeno, e investiga a Google por supuestas prácticas antimonopolio, mientras coloca a PVH Corp e Illumina en una lista negra (Xinhua). Trump prevé hablar con Xi, lo que abre la posibilidad de aplazar el arancel del 10% tras la moratoria a Canadá y México. También advirtió que los aranceles serán sustanciales si no hay acuerdo (Bloomberg). Los mercados han enfrentado incertidumbre comercial antes y podrían adaptarse nuevamente. La posibilidad de negociación, el impacto moderado sobre China y previsibles recortes fiscales corporativos podrían mitigar la volatilidad. No obstante, es crucial que la administración Trump evite escalar las tensiones globalmente.

### Factores alcistas para la renta variable

**Actividad económica.** El crecimiento trimestral continúa estable en el 3%, demostrando aguante pese a la tendencia de la economía a enfriarse. Las previsiones apuntan a una leve ralentización hasta el 2% en 2025, lo que podría facilitar continuar con la flexibilidad de la política monetaria.

**Precios y política monetaria.** El IPC general subió según lo esperado hasta el 2,9%, pero el dato subyacente registró un bienvenido descenso mensual e interanual hasta el 3,2%, con disminución de los costes de alojamiento y estabilización de los componentes de bienes de consumo y energía. Tras el recorte de tipos de un entero en 2024, el tipo de referencia de los *fondos federales* se sitúa ahora en 4,5%. Los mercados prevén una o dos bajadas de tipos más en 2025, aunque las tendencias recientes de la inflación indican que el próximo ajuste podría producirse hacia mediados de año. El balance de la Reserva Federal ya se ha situado por debajo de los 7 billones de dólares.

**Beneficios empresariales.** En un entorno económico más acomodaticio, apoyado en menores tipos de interés, el crecimiento del beneficio por acción (BPA) podría superar en 2025 los 270 USD para el S&P 500, lo que implicaría un crecimiento de los beneficios superior al 10%. Las acciones tecnológicas probablemente mantendrían el liderazgo y, al igual que en 2024, otros sectores también contribuirían a las revalorizaciones bursátiles. Por su parte, las empresas de pequeña capitalización (*small caps*) seguirían registrando buenos resultados mientras prosiguiera el descenso gradual de los tipos de interés.

### Factores bajistas para la renta variable

**Niveles de valoración.** La relación precio/beneficios (PER) media de la renta variable estadounidense, tras ampliarse en 2024, previsiblemente se estabilizará en 2025. Los resultados podrían seguir mejorando, pero la revalorización de las acciones sería más contenida y se mantendrían los múltiplos de valoración actuales, ya relativamente altos.

### Mercado de deuda

**Deuda pública.** El rendimiento del bono del Tesoro con vencimiento a 10 años comenzó el año en 4,57%. Recomendamos cautela, con un nivel de tipos objetivo del 4,75% que proporcionaría margen suficiente para aumentar la *duración* de la renta fija.

**Deuda corporativa.** Los diferenciales objetivo siguen siendo exigentes, con los bonos con categoría de inversión (IG) y alto rendimiento (HY) en 75 y 450 pb, respectivamente. Los niveles actuales son ajustados, de 50 pb (IG) y 300 pb (HY), lo que justifica mayor prudencia frente a una posible ampliación de diferenciales.

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

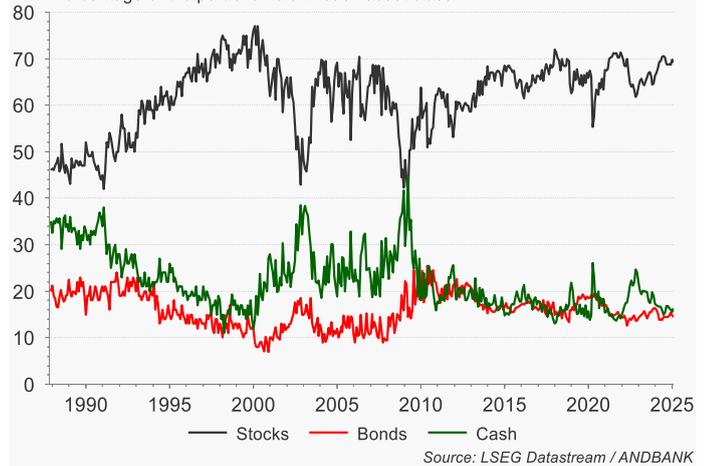
Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREPONDERAR  
Deuda soberana (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,75%)  
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)  
Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)  
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

US price-to-earning ratio  
S&P 500



Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class



Equity Yield & UST Yield



Risk Premium





## EUROPA

### La atención se centra en la nueva presidencia de Trump y en las próximas elecciones en Alemania

#### Factores macroeconómicos y políticos

**Factores macroeconómicos alcistas.** 1) *Recortes de tipos en «piloto automático»:* el afianzamiento de la senda de la inflación permite recortar tipos de forma más previsible; 2) *La desconfianza de los agentes económicos pronto tocará fondo:* los PMI apuntan a recuperación, impulsada en particular por la mejoría en el sector servicios; 3) *Previsible recuperación del consumo:* apoyada en factores como i) el aumento de la renta real (con alzas salariales previstas del 3%-3,5% en 2025), ii) sólidos niveles de empleo y con ello una mayor confianza de los consumidores, y iii) una tasa de ahorro elevada del 15,4% (significativamente superior a la media del 12,3% observada en el periodo 2015-2019).

**Factores macroeconómicos bajistas.** 1) *Revisión a la baja del PIB previsto para 2025:* el ajuste ha sido del +1,2% al +1,0% interanual; 2) *Incertidumbre en las políticas asociada a Trump:* en particular por la posible imposición de mayores aranceles, ya que entre 2018 y 2019, durante el primer mandato de Trump, esa incertidumbre restó aproximadamente medio punto al PIB de la eurozona; 3) *Incremento del gasto militar:* por exigencia de las obligaciones ampliadas de pertenecer a la OTAN, podría aumentar del actual 2% del PIB a alrededor del 3%; 4) *Seguimiento de la desinflación en el sector servicios.*

**Factores políticos alcistas.** 1) *Impacto de una eventual «gran coalición» en Alemania:* tras las elecciones del 23 de febrero cabría esperar una postura más pragmática sobre la contención de la deuda pública, con medidas de política favorables al mercado (menos impuestos y desregulación) que previsiblemente reforzarían la confianza y estimularían la inversión; 2) *El Informe Draghi sobre competitividad europea:* podría servir como hoja de ruta para abordar retos estructurales que afronta Europa, haciendo hincapié en fomentar la innovación y el espíritu empresarial.

**Factores políticos bajistas.** 1) *Retos de cohesión social en Francia:* dificultan abordar eficazmente el elevado nivel de endeudamiento del Estado, un riesgo agravado por la posible celebración de otra ronda de comicios electorales tras el verano; 2) *Incertidumbre política en Alemania:* el creciente apoyo que recibe la AfD (*Alternative für Deutschland*) podría comprometer la formación de una «gran coalición», lo que socavaría la capacidad de Alemania para impulsar avances en Europa; 3) *Inacción en la Unión Europea:* la UE continúa estancada y no avanzará mientras no pase a la acción con determinación.

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

##### Deuda pública

**Factores alcistas.** 1) *Tipos reales positivos en máximos históricos:* sobre todo en el extremo más largo de la curva de tipos-plazos; 2) *Expectativas de recortes de tipos por el BCE en 2025:* al menos en el primer semestre, con probable estabilización del tipo de la facilidad de depósito en torno al 2%; 3) *Correlación con los bonos del Tesoro de EE.UU.:* fuerte correlación a medida que la Fed progresa en su ciclo de relajación monetaria.

**Factores bajistas.** 1) *Expectativas de recortes adicionales de tipos:* los mercados ya descuentan notables bajadas, de unos 100 pb; 2) *Mayor rigidez a la baja de la inflación:* su persistencia puede ser mayor de lo esperado, en particular en el sector servicios, con renovadas presiones de alimentos y energía, y con las expectativas de inflación a 3 años tendiendo al alza.

##### Deuda corporativa

**Factores alcistas.** 1) *Indicadores crediticios favorables:* pese a un leve deterioro, los factores fundamentales siguen siendo en términos generales favorables para la deuda de empresas; 2) *Bajas tasas de impago:* continúan en niveles bajos en grado de inversión; 3) *Rendimientos atractivos:* tipos del 3,3% en grado de inversión (IG) y del 6,7% en alto rendimiento (HY) brindan un margen de seguridad en caso de ampliarse los diferenciales; 4) *Buena demanda para una mayor oferta:* el aumento de emisiones, sobre todo en instrumentos híbridos, sigue encontrando suficiente demanda.

**Factores bajistas.** 1) *Tensionamiento de niveles de valoración:* unos diferenciales de crédito inferiores a sus medias históricas hacen que las valoraciones parezcan exigentes; 2) *Crecientes tasas de impago en alto rendimiento:* el ligero repunte suscita preocupación en el segmento HY.

**Diferenciales objetivo y posicionamiento.** Los objetivos de diferencial para los índices iTraxx, fijados inicialmente en octubre en 75 pb para IG y 400 pb para HY, se revisaron a la baja a 65 pb y 360-375 pb, respectivamente. Como adaptación a la dinámica actual del mercado se recomienda sobreponderar los sectores defensivos y bancos e infraponderar aquellos otros sensibles a aranceles.

##### Renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

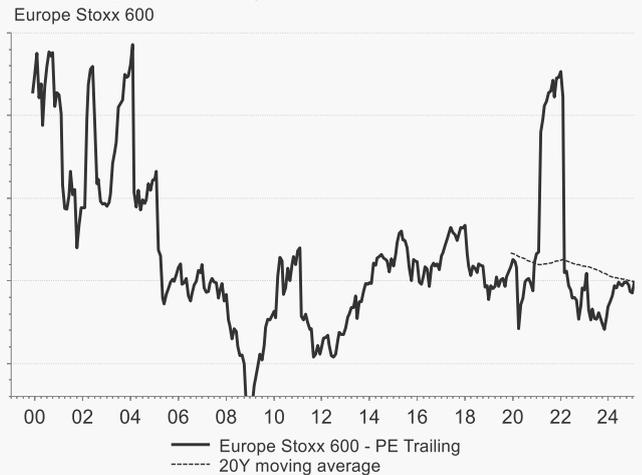
No obstante el creciente optimismo ante los sectores de consumo europeos, el hecho es que la rentabilidad del mercado bursátil mundial sigue condicionada por la desaceleración del ciclo económico. Los sectores defensivos, como el de servicios públicos, y los valores de calidad orientados al crecimiento en bienes de equipo están mejor posicionados que los sectores sensibles a los tipos de interés, como bancos, medios de comunicación y automóviles. Tras un periodo de notable divergencia en los resultados empresariales, la dispersión sectorial aún es amplia. Las acciones de automóviles, bancos e inmobiliarias, seguidas de cerca por las energéticas, no habían estado tan asequibles atendiendo a sus niveles de valoración históricos desde 1999. Sin embargo, de estos, únicamente el sector inmobiliario parece en condiciones de anotarse cierta revalorización en la actual fase del ciclo. Aunque algunos sectores parecen ligeramente caros, la habitual solidez de sus beneficios debería ayudar a mitigar los riesgos de depreciación.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Países centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento obj.: 2,40%; SOBREPOND. a 3%)

- P. periféricos: NEUTRAL-INFRAP. (IT 3,65%; ES 3,15%; PT 2,90%; IR 2,80%; GR 3,40%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 65 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 375 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): Revisados los objetivos en comité de inversiones, se ajusta la banda táctica al 1-1,05, manteniéndose el rango estructural en el 0,9-1,10.



**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

**ESPAÑA**

**Robustez económica impulsada por un turismo récord**

**Factores macroeconómicos y política económica**

La economía mantuvo un notable impulso durante todo 2024. Tras la fuerte actividad del tercer trimestre, los indicadores apuntan a un crecimiento del PIB en el último trimestre del año todavía sólido pese a las perturbaciones causadas por la DANA, que afectó a varias provincias a finales de octubre. El PIB creció un 0,8% en el tercer trimestre, por encima de las previsiones elaboradas en septiembre por el Banco de España, un crecimiento que cabe atribuir en gran medida a la fortaleza del consumo privado y el gasto corriente del sector público, si bien la inversión defraudó las expectativas.

El turismo, piedra angular de la economía española, tuvo un excelente comportamiento en 2024: el país recibió 94 millones de entradas de turistas, lo que supone un incremento del 10% interanual. Aún más notable fue el aumento del gasto asociado, que rondó los 126.000 millones de EUR, una cifra que pone de relieve la importante contribución del sector al crecimiento económico.

Las estimaciones para el cuarto trimestre indican tasas de crecimiento del PIB del 0,6%-0,7%; esto, a pesar de factores de incertidumbre y del coste que dejará la DANA, lo que podría minorar el crecimiento en 0,1-0,2 pp. Sin embargo, por cuanto se prevén medidas fiscales dirigidas a las familias y empresas afectadas, el impacto debería ser transitorio y mantenerse el impulso económico a principios de 2025.

La evolución de la inflación va a mejor al ganar tracción el proceso de desaceleración. La inflación general se ha moderado significativamente (+2,8% interanual al final de 2024, frente al +3,6% interanual de 2023) apoyada en un descenso de los precios de la energía más acusado de lo previsto, no obstante algunos efectos estadísticos de base. La inflación subyacente (+2,6% interanual), sobre todo en el sector servicios, se resiste más a bajar, aunque las tendencias recientes en la zona euro dan muestras de moderación y ofrecen una perspectiva algo más favorable.

Los cambios demográficos también han sido un factor fundamental en la evolución de la economía española. Entre julio de 2021 y julio de 2024 la población inmigrante aumentó en 1,26 millones de personas, muy por encima de las 187.000 personas en que lo hizo la población nacional. La mano de obra extranjera aumentó en 700.000 personas en ese periodo y 800.000 trabajadores extranjeros encontraron empleo, lo que representa el 40% de los puestos de trabajo creados en esos años. La cifra refleja el importante papel de los inmigrantes en la expansión del PIB, en particular en sectores como servicios domésticos, agricultura, hostelería y construcción, en la que la proporción de trabajadores extranjeros es mayor.

**Evolución del mercado de renta variable**

Los mercados financieros españoles registraron en el año una rentabilidad satisfactoria. En concreto, la revalorización anual del IBEX 35, el índice de referencia de su Bolsa, ascendió al 14,78%. El sector financiero, cuyo peso en el índice selectivo español es bien significativo, fue de los que más contribuyó a este comportamiento positivo. Los buenos resultados del sector turístico también aportaron: la cotización de IAG se dobló con creces, anotándose también buenos resultados otros valores relacionados con el turismo como AENA (+25,6%) y Meliá Hotels (+23,3%).

Otro valor destacado fue Inditex, líder mundial del comercio minorista. Pese al difícil entorno para el sector minorista la acción se revalorizó el 30%, lo que refleja el aguante y la capacidad de adaptación de la empresa. En cambio, compañías de servicios públicos como Naturgy (-7,7%) y Enagás (-14%), al igual que los valores de menor capitalización bursátil, registraron resultados menos satisfactorios, en línea con lo observado en otros mercados desarrollados.

Con un beneficio por acción (BPA) previsto para 2025 de 1.072 euros, el IBEX 35 cotiza ahora a una relación precio/beneficio (PER) de 11,11x. Este múltiplo de valoración refleja expectativas de beneficios estables en un entorno económico favorable que permitiría al mercado de renta variable español mantener su buen comportamiento en el corto plazo.

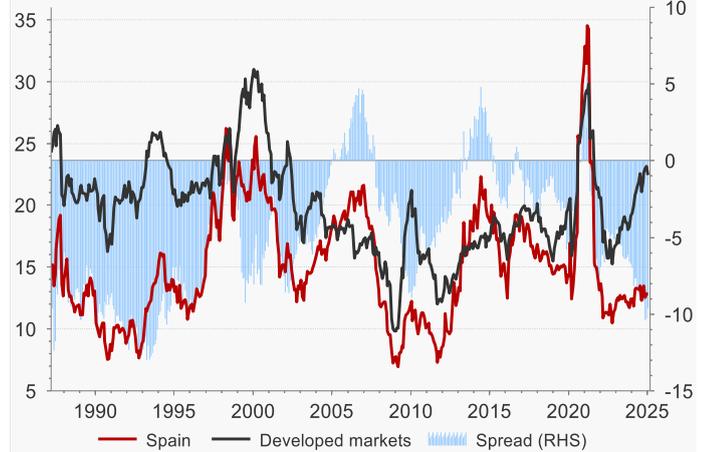
**Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental**

Renta variable (IBEX): INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono español a 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 3,15%)

**Spain price-to-earnings ratio**

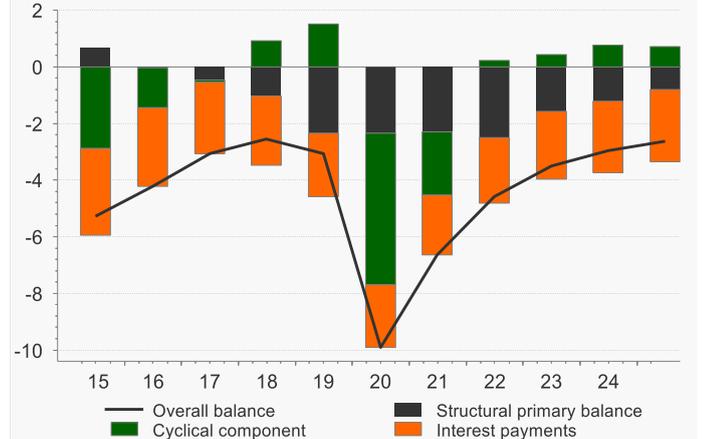
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Spain government budget balance breakdown**

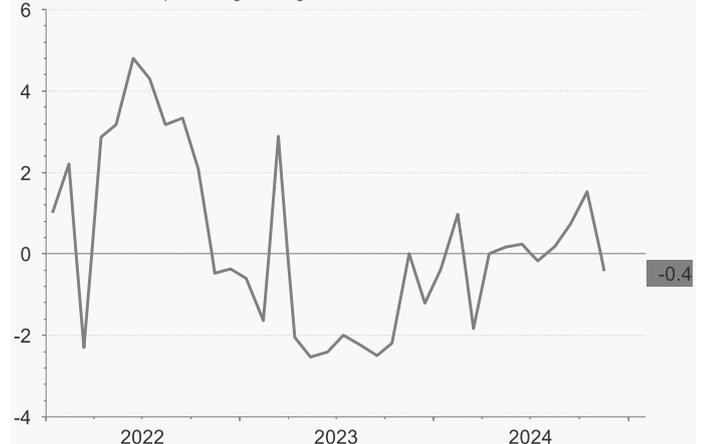
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

**Spain industrial production**

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# CHINA

## El capitalismo dirigido chino plantea la cuestión de si este mercado debería ocupar un lugar estructural en la cartera

### Nota de prudencia sobre el mercado bursátil chino

En gestión de patrimonios el inversor tradicionalmente se ha guiado por un principio bien establecido: «estar largos en el S&P y en el Bund alemán». Esto refleja las prioridades de esos dos gigantes del mundo financiero. En EE.UU. es muy común ser propietario de acciones y dominan los mercados de renta variable, actuando la Reserva Federal como protector de facto del S&P 500 en momentos de dificultad económica. En Alemania, por el contrario, se daba históricamente prioridad a la deuda pública y era el Bundesbank quien protegía el Bund en las recesiones. Las circunstancias han cambiado, sin embargo, ya que la integración del Bundesbank en el BCE debilita la influencia de Alemania en el mercado de bonos. La estabilidad fiscal que otrora sostenía el Bund se ha erosionado, dejando a Europa sin una protección equivalente para sus mercados de deuda. Hoy, el principio tradicional sólo sigue aplicándose básicamente al S&P. En todo esto, ¿dónde encaja China? Pues en que, en muchos aspectos, China se asemeja a la Alemania de los noventa. China, siendo un potente exportador con amplias reservas, da prioridad a la deuda en primer lugar, a la divisa en segundo y a la renta variable en último, en contraste con EE.UU. El interés de Pekín por desarrollar un mercado de deuda profundo se alinea con su objetivo de convertir el renminbi en divisa de reserva mundial. Este cambio hace que la regla de inversión sea ahora «estar largos en el S&P y en bonos chinos».

### Retos que plantea la inversión en renta variable china

Pese a los esfuerzos de Pekín por reanimar sus mercados de renta variable con medidas de estímulo persisten retos importantes. Pekín se basa en un «capitalismo» como el de la trama de Los Juegos del Hambre, que fomenta una competencia feroz en sectores clave como paneles solares y vehículos eléctricos. Los gobiernos provinciales y los bancos respaldados por el Estado desempeñan una función crucial al apoyar estas industrias con miras a cumplir unos objetivos nacionales de producción muy ambiciosos. Este entorno hipercompetitivo suele traducirse en un exceso de oferta de productores (a veces más de 100 en un mismo sector), lo que provoca una competencia insostenible en precios. Esto proporciona a los consumidores chinos opciones asequibles (como vehículos eléctricos por debajo de 10.000 USD), pero mina la rentabilidad y presenta a los inversores un panorama poco atractivo. A diferencia de los mercados libres, donde oferta y demanda optimizan la producción y el valor para el accionista, el modelo estatal chino da prioridad a los objetivos de las políticas sobre los beneficios. Estas políticas, debido al exceso de producción que inunda los mercados y alimenta tensiones comerciales, debilitan aún más las perspectivas de la renta variable china en el resto del mundo.

### Aplicar un enfoque sectorial específico

Al considerar la renta variable china el inversor debería evaluar atentamente dos factores clave: en qué medida permiten las políticas oficiales la libre formación de los precios de las acciones y el grado de exposición del sector a intervenciones reguladoras drásticas. En general, los sectores ajenos al foco estratégico directo de Pekín tienden a sufrir menor interferencia estatal. A continuación se indican algunos de los sectores más destacados. i) Casinos (Macao): este sector, al operar básicamente fuera del alcance de la normativa de China continental, está libre de presiones y disfruta de una menor competencia en su mercado. ii) Plataformas especializadas de Internet: los actores dominantes como Alipay, Baidu y WeChat mantienen posiciones fuertes, casi de monopolio, mientras que otros como JD.com y Alibaba siguen generando saneados flujos de caja a pesar de los retos competitivos, a diferencia de otros sectores atrapados en intensas batallas regulatorias. iii) Energía: este sector se sitúa en gran medida a salvo de la volatilidad regulatoria al predominar las empresas estatales, que operan en condiciones de cuasi monopolio y se benefician de la protección del gobierno. iv) Educación: el sector se ha consolidado tras la ofensiva reguladora que padeció la educación extraescolar en 2021, ocupando ahora algunas empresas posiciones dominantes, con menos exposición a la competencia. Si bien persisten riesgos normativos, la creciente sensibilidad de Pekín a la estabilidad del mercado bursátil, unida a consolidaciones recientes en sectores clave, apuntaría a una menor probabilidad de que se produjeran interferencias significativas. En consecuencia, los inversores deberían considerar una estrategia sectorial específica que se centrara en industrias con participación estatal limitada y, al mismo tiempo, evitase una exposición amplia al mercado chino. Este enfoque prudente y selectivo constituye una manera razonable de posicionarse en renta variable china.

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

Renta variable: Shanghái: INFRAPONDERAR; Shenzhén: INFRAPONDERAR  
Deuda soberana: INFRAPONDERAR- NEUTRAL (rendimiento obj. a 10 años: 1,25%)  
Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,50)

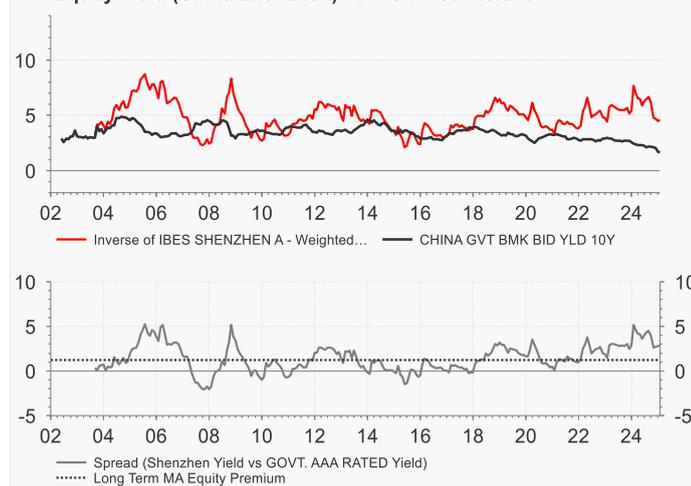
CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y





# JAPÓN

## Los objetivos en materia fiscal y estímulos como el NISA mantendrán el yen deprimido pero sostendrán la Bolsa

**Las reformas del NISA impulsan la inversión minorista y los splits de acciones se sitúan en máximos de 7 años**

Las reformas acometidas para fomentar la inversión en los mercados financieros están dando frutos. Las emisiones de acciones gratuitas a accionistas existentes alcanzaron en 2024 las 211, su nivel más alto desde 2017, lo que refleja un creciente interés por los inversores minoristas nacionales. Este aumento está impulsado por el programa NISA (Nippon Individual Savings Account), que ha cogido fuerza, y que se suma a los avances en la liquidación de participaciones cruzadas, una muestra de la eficacia de las reformas para optimizar el capital y el valor para los accionistas. La iniciativa del NISA, introducida para fomentar la inversión por parte de particulares, ofrece ventajas fiscales al permitir a los pequeños ahorradores invertir en acciones, fondos de inversión y otros instrumentos financieros sin pagar (dentro de ciertos límites) impuestos sobre plusvalías y dividendos.

**El número de empresas zombis disminuye por primera vez desde 2017**

Nikkei cita cifras de Teikoku Databank indicativas de que el número de empresas zombis (aquellas incapaces de generar suficiente caja con sus operaciones básicas para cubrir los pagos de deuda) disminuyó un 13% en el ejercicio fiscal 2023 (cerrado a mediados de 2024), hasta situarse en torno a 228.000. Muchas pequeñas empresas lograron evitar las presiones de liquidez repercutiendo los incrementos de costes. Si bien dicha disminución también incluye empresas que abandonaron el mercado por quiebra o cierre, este factor ya se incorpora en cualquier caso en las expectativas del mercado y es poco probable que la dinámica de quiebras empresariales vaya a constituir un tema recurrente.

**El yen marcaría mínimo anual en enero, pero los objetivos de política fiscal invitan a la prudencia ante el tipo de cambio y al optimismo con la renta variable**

En la encuesta mensual sobre divisas QUICK (n=70) de Nikkei el 35% preveía que el yen marcaría mínimo anual en enero, mientras que el 40% esperaba que terminase el año en máximos. Según *Smarteconomic*s, el cambio USD/JPY alcanzaría 149 yenes por dólar a finales de diciembre por efecto de la relajación de los rendimientos estadounidenses y la intervención cambiaria. A nuestro juicio, sin embargo, ni tal relajación de los rendimientos estadounidenses ni las intervenciones del Banco de Japón impulsarán una apreciación del yen. Mantenemos, en consecuencia, una postura de cautela ante la divisa japonesa.

Primero, esperamos un alza en los rendimientos de bonos del Tesoro estadounidense, no una bajada, como ha ocurrido en el pasado cuando la Reserva Federal concluía su ciclo de recorte de tipos, siempre que no hubiera recesión. En estos escenarios los rendimientos suelen aumentar. Segundo, nada indica que la intervención unilateral en el mercado de divisas por parte de Japón sea un factor clave a vigilar. Esto es importante porque las anteriores intervenciones del Banco de Japón no lograron fortalecer el yen o sostenerlo. La primera gran intervención a finales de abril sólo impulsó temporalmente el yen unos días. Una intervención menor meses más tarde tuvo un impacto más duradero, pero coincidió con una cifra de inflación débil en EE.UU. que apuntaba a una política de moderación por parte de la Fed, que fue seguida de una postura de endurecimiento de la política monetaria por el Banco de Japón que ayudó a mantener la apreciación del yen.

El factor más importante en el medio plazo para los tipos de cambio, según ya se trató, será la trayectoria que sigan las políticas macroeconómicas. Los inversores deberían por lo tanto centrarse en el panorama macroeconómico general y no dejarse condicionar por el efecto de las intervenciones de Japón en el mercado de divisas a la hora de valorar posibles recorridos alcistas del yen. Además, la previsión de superávit primario en Japón se ha retrasado al ejercicio fiscal 2026, ejercicio para el que el Consejo de Política Económica y Fiscal estima un superávit de 800.000 millones de yenes. El saldo primario para el ejercicio 2025, en cambio, previsiblemente registrará un déficit de 4,5 billones de yenes, frente a la estimación previa de un superávit de 800.000 millones. Aunque esta previsión lastra la cotización del yen, en el corto plazo favorece al mercado bursátil.

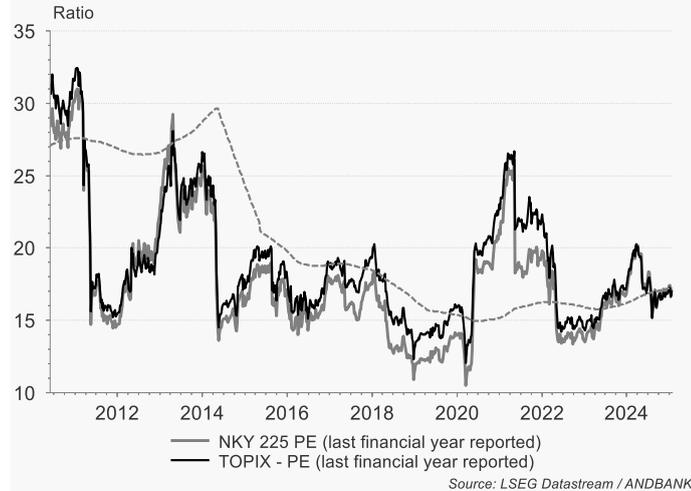
**Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental**

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

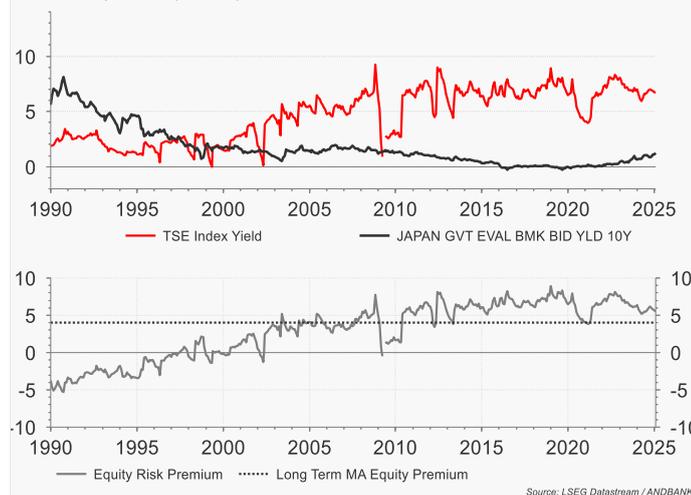
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,25%)

Tipo de cambio (USD/JPY): INFRAPONDERAR-NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 158)

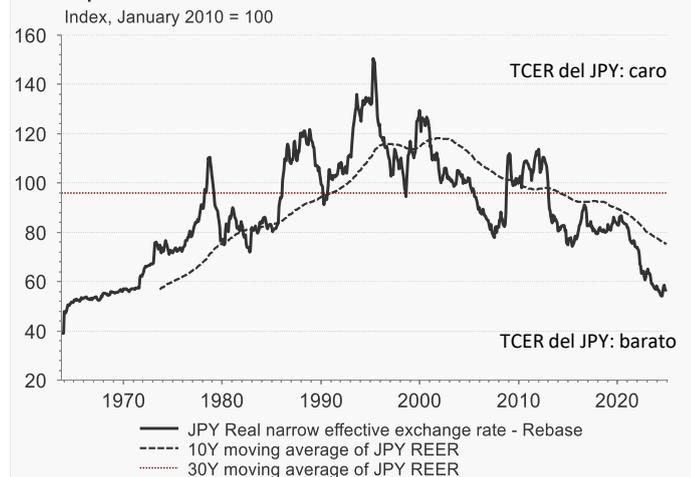
**Japan Nikkei 225 price / earnings**



**Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y**



**Japan real narrow EER**





# INDIA

## Las cotizaciones bursátiles experimentan una corrección, pero la economía y el mercado indios aguantan

### Corrección del mercado indio: PIB y demandas contra el grupo Adani

El mercado bursátil indio ha caído un 10% desde finales de septiembre debido en parte a presiones externas, como la preocupación por un posible nuevo régimen arancelario tras la victoria de Trump, algo que ha afectado especialmente a los mercados emergentes, en particular a los latinoamericanos. Con todo, la caída sufrida responde también a factores internos, como el decepcionante crecimiento del PIB del 5,4% interanual en noviembre (inferior al 6,5% esperado) y la demanda interpuesta contra el presidente de Adani Ports, que forma parte del mayor conglomerado industrial de la India.

Este último factor negativo parece estar remitiendo. Hindenburg Research, la empresa de ventas en corto que tenía en su punto de mira a Adani, anunció el cese de actividades y el cierre. La medida podría estar relacionada con pruebas de colusión entre Hindenburg y el fondo de cobertura Anson basadas en documentación descubierta en el curso de una investigación realizada por un tribunal canadiense. Si se demostrara, tal colusión podría ser constitutiva de fraude de valores. El cierre de Hindenburg sugiere que podría haber cerrado también sus posiciones cortas en Adani, lo que beneficiaría tanto al grupo como al conjunto del mercado.

### El tono negativo del mercado debería dar paso a una recuperación de la inversión

Varios factores respaldan la perspectiva optimista. 1) Efectos de base en el dato del PIB: el crecimiento del 5,4% parte de un punto de comparación elevado, ya que el crecimiento fue del 8,1% en el mismo periodo de 2023. 2) Abundantes cosechas: una buena cosecha bien podría potenciar el consumo en el sector agrícola y entre las comunidades rurales. 3) Aguante del consumo: el consumo privado se mantiene firme en el 6% interanual, por encima de la media de 5 años del 4,5%, y suficiente para sostener un ciclo de gasto de inversión en formación bruta de capital fijo (*capex*). 4) Recuperación del gasto público: el ciclo de la inversión pública en la India se ha moderado recientemente tras congelarse el gasto público en la primera mitad del año fiscal que finaliza en marzo de 2025 por razón del ciclo electoral, previéndose que en los próximos meses, pasadas ya las elecciones, la inversión pública recobrará impulso. 5) Recuperación del *capex* empresarial: el gasto de inversión en capital fijo por el sector privado, que representa el 66% del *capex* nacional, flaquea desde hace dos años debido a un considerable proceso de desapalancamiento corporativo vinculado a reformas en el sector financiero. La inversión privada podría salir reforzada una vez que los principales sectores empresariales se estabilicen. Con la demanda privada en niveles saneados (en el 6% interanual como mínimo) y posibles recortes de tipos de interés por el Banco de Reserva de la India (RBI), el repunte del *capex* nacional estaría a la vuelta de la esquina.

### Factores bajistas para la renta variable

Pese a la corrección del mercado desde septiembre, los niveles de valoración aún son exigentes, con una relación precio/valor contable de 3,9 veces y una prima de riesgo que supera tanto a la de otros mercados emergentes como la media histórica de la India. Sin embargo, el panorama actual del país es fundamentalmente diferente al de hace una década, lo que hace que las comparaciones directas sean menos significativas.

El principal reto es el control de la inflación por parte del RBI, ya que se sitúa ligeramente por encima del objetivo del 6%. Un cambio brusco de postura podría dañar la credibilidad del banco central, por lo que el apoyo del RBI probablemente será gradual. El tipo *repo* se mantiene en 6,5%, pero el IPC subyacente está relativamente bajo (3,75%). En consecuencia, un compromiso del RBI de reducir los tipos una vez que la inflación de los alimentos diese muestras de estabilización podría bastar para reavivar el apetito inversor.

El proceso judicial incoado contra el Grupo Adani tendría repercusiones más amplias en el mercado si el conglomerado afrontara dificultades de refinanciación, ya que la mitad de su deuda se financia con capital extranjero. Sin embargo, otras empresas indias han mejorado sus niveles de valoración desde las acusaciones, lo que indicaría que el riesgo de contagio es limitado. Incluso el presidente Trump criticó las regulaciones en las que se apoyó la acusación a Adani. Además, el gobierno de Trump podría aprovechar el caso para presionar a la India para que redujera los aranceles impuestos a la importación de productos estadounidenses.

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

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (cotización objetivo: 90.000 p.)  
 Deuda soberana: SOBREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 6,25%)  
 Deuda corporativa: SOBREPONDERAR  
 Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 86)

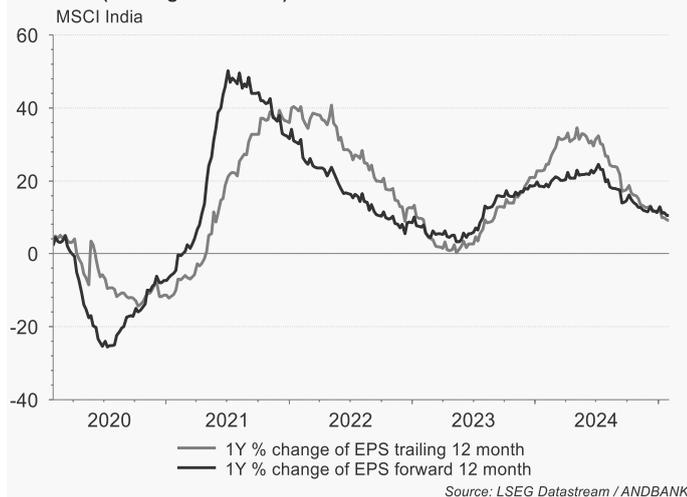
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





# VIETNAM

## De la estabilidad a la aceleración: la visión económica de Vietnam para 2025

Partiendo de un crecimiento del PIB del 7,09% en 2024 (y una inflación del 3,63%), el objetivo de PIB para 2025 se ha fijado en el 8-10%

El análisis de los datos macroeconómicos de 2024 revela que la economía vietnamita se asienta sobre fundamentos firmes y que destaca en varios aspectos. En concreto, el crecimiento del PIB fue del 7,09% y la inflación (que tanto preocupa en muchos países) se mantuvo controlada. Los volúmenes de crédito ponen de manifiesto un crecimiento estable, reflejo de la gestión flexible y eficaz de las políticas monetaria y fiscal. Sobre esta base el Gobierno se propuso un ambicioso objetivo de crecimiento del PIB para 2025 del 8-10% apoyado en tres fuentes principales: importaciones y exportaciones, inversión y consumo interno.

### Desarrollo y comprensión de los vectores de crecimiento

Por lo que respecta a *importaciones* y *exportaciones*, la factura de las exportaciones de Vietnam a Estados Unidos se disparó durante el primer mandato de Trump. La *inversión*, que contribuye en un 31-32% al PIB, continúa siendo vital. El índice ICOR, indicativo de la eficiencia de la inversión, ha mejorado de 7,3x en 2009 a 5,13x en la actualidad gracias a la mejor utilización del capital. Proyectos clave como el aeropuerto internacional de Long Thanh, la terminal 3 del aeropuerto de Tan Son Nhat, la línea eléctrica de 519 km entre Quang Trach y Pho Noi, y el ferrocarril de alta velocidad Norte-Sur ponen de relieve el progreso, que repercute en el sector inmobiliario, la inversión privada y el PIB. La inversión pública, además de impulsar el crecimiento, fomenta la participación del sector privado. El *consumo interno*, la tercera palanca de crecimiento, es crucial pero no avanza; con un crecimiento del consumo del 10-12%, el PIB vietnamita podría alcanzar el 10%.

### Dos escenarios de crecimiento económico para 2025

Consideramos dos escenarios de crecimiento económico para Vietnam. En el primero, con una política comercial de EE.UU. intransigente y una política monetaria que pasaría de moderada a ligeramente más restrictiva, el crecimiento del PIB de Vietnam estaría en el 6,5-7%. En el segundo, con unas medidas de política más selectivas en EE.UU., por ejemplo en materia de aranceles, y con una política monetaria acomodaticia, la economía vietnamita podría alcanzar una tasa de crecimiento superior, del 8-9%.

### El centro financiero internacional toma forma

La transformación de Ho Chi Minh en un centro financiero internacional se ha acelerado tras la creación de un nuevo comité directivo bajo la dirección del primer ministro Chinh. El plan requerirá reformas que incluyan el desarrollo de un ecosistema de transacciones financieras más completo, un marco de infraestructura digital mejorado y un andamiaje jurídico que soporte todo lo anterior. Las métricas actuales del mercado permiten seguir creciendo: el ratio capitalización bursátil/PIB de la Bolsa de Ho Chi Minh (HoSE) es del 70%, inferior al de sus homólogos regionales Tailandia (104,2%) y Malasia (93,7%).

### La tecnología digital recibe renovado impulso

La «Resolución 57» del Gobierno vietnamita busca situar al país entre los tres primeros del Sudeste Asiático en I+D en tecnología digital para 2030, centrándose para ello en ciencia, tecnología y transformación digital, con el objetivo de desarrollar cinco empresas tecnológicas competitivas a nivel mundial. Los pagos digitales están en auge: el sistema NAPAS procesó 9.560 millones de transacciones por importe de 2,4 billones de USD en 2024 y las transferencias instantáneas crecen al 30% anual.

### Resumen de relaciones comerciales

El volumen de comercio entre Vietnam y EE.UU. alcanzó los 132.000 millones de USD en 2024, ascendiendo las exportaciones vietnamitas a 119.000 millones de USD. El comercio entre Vietnam y China superó los 205.000 millones de USD, con un déficit de 82.800 millones. La adhesión del Reino Unido al CPTPP (Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico) abrirá nuevas oportunidades en los sectores de bienes de consumo, tecnología y maquinaria.

### Buenas perspectivas de beneficios empresariales

En el caso de que la economía mundial se ralentizase sin llegar a entrar en recesión y se resolviesen los impedimentos en el sector inmobiliario vietnamita, ayudando a los bancos a conceder crédito suficiente y mejorando con ello el consumo personal, los beneficios empresariales podrían aumentar un 16-17%. En un escenario en que la inversión pública generase un impulso efectivo e inspirase confianza en el sector económico privado, el crecimiento de los beneficios empresariales podría superar el 20-25%.

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

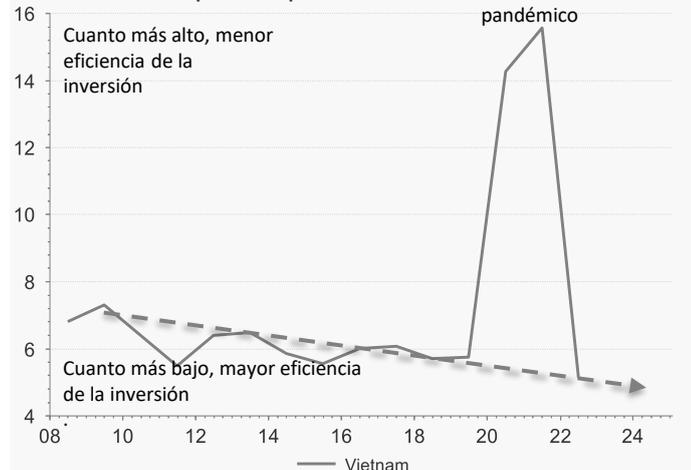
Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 1.500 puntos)

VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



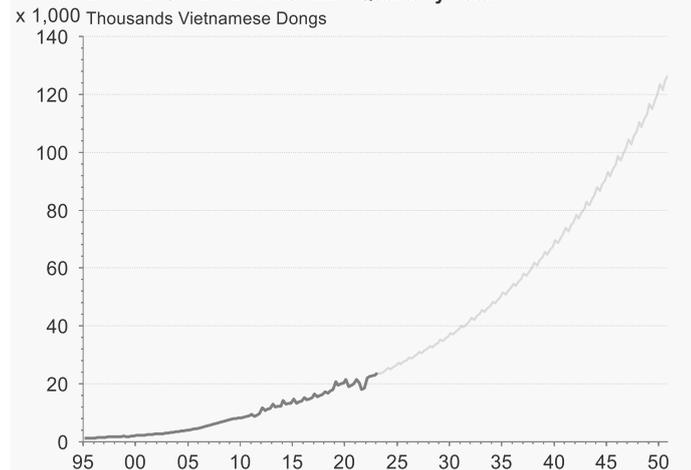
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Incremental Capital - Output Ratio



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



**COYUNTURA MACROECONÓMICA**

# ISRAEL

## Hay luz al final del túnel

### Políticas macroeconómicas, fiscal y monetaria

El panorama económico de Israel combinó en enero retos y oportunidades, configurados por la evolución de notables acontecimientos geopolíticos y económicos. La firma de un acuerdo de alto el fuego entre Israel y Hezbolá puso fin a meses de tensiones y tuvo un inmediato efecto estabilizador en la confianza del mercado y la actividad económica. Este acuerdo debería moderar el gasto militar y de defensa, que se había disparado durante la guerra, y aliviar la presión sobre el elevado déficit fiscal. Este, de alrededor del 7,4% del PIB, mejoró algo respecto a finales de 2024, pero las continuas dificultades asociadas a la recaudación de impuestos pueden limitar los esfuerzos de consolidación fiscal. Los datos de inflación de enero indican cierta alza del índice de precios al consumo (IPC), impulsada por el encarecimiento de la energía y la persistencia de interrupciones en las cadenas de suministro, en concreto por limitaciones impuestas al transporte marítimo en el Canal de Suez. El Banco de Israel mantuvo en este contexto una postura de prudencia y señaló su disposición a intervenir en caso de persistir las presiones inflacionistas. En materia comercial, las exportaciones exhibieron aguante gracias a la fuerte demanda mundial de productos tecnológicos y militares producidos en el país. Aun así, los sectores más dependientes de los mercados europeos atravesaron por dificultades al haberse debilitado la coyuntura económica en la UE. Pese a los contratiempos, las perspectivas económicas de Israel siguen sustentándose en industrias impulsadas por la innovación.

### Renta fija

Ante los acontecimientos geopolíticos y el cambio de expectativas de política monetaria, el mercado de deuda pública israelí experimentó cambios notables en enero. La firma del acuerdo de alto el fuego, en concreto, permitió un ligero descenso de los rendimientos de la deuda pública a medio y largo plazo debido a la reducción de las primas de riesgo y la mejora en la confianza inversora. Además, la decisión del Banco de Israel en su reunión de enero de mantener los tipos de interés prestó apoyo adicional a los activos de deuda.

Los inversores mantuvieron una postura prudente y los agentes del mercado siguieron de cerca la evolución de la inflación y los indicadores de crecimiento económico. Los bonos con vencimientos cortos suscitaron gran interés al ofrecer rendimientos atractivos en un contexto de expectativas de estabilidad de la política monetaria en el corto plazo. Al mismo tiempo aumentó la demanda de bonos indicados a la inflación, lo que indica que la inquietud por la inflación persiste pese al alivio del alto el fuego. En un entorno incierto esta dinámica pone de manifiesto la sensibilidad del mercado de deuda a la evolución de los acontecimientos económicos nacionales e internacionales. En aras de la estabilidad se opta por una postura de cautela dando prioridad a bonos de corta duración (2-3 años). Los bonos ligados a la inflación continúan revistiendo atractivo por la cobertura que proporcionan frente al riesgo de que persista la inflación.

### Renta variable

El mercado bursátil israelí registró en enero un comportamiento satisfactorio, facilitado por la relajación de las tensiones geopolíticas y las mejores perspectivas económicas. Los índices TA-35 y TA-125 ganaron un 3,8% y 4,2%, respectivamente, recuperándose de los mínimos marcados en diciembre.

La subida la encabezaron los sectores tecnológico y financiero. El primero se benefició de la demanda mundial de innovación y sólidas exportaciones, mientras que el segundo se apoyó en la renovada confianza de los inversores. En particular, bancos y aseguradoras se anotaron revalorizaciones superiores al 5% gracias a unos sólidos resultados y a una buena relación entre capitalización bursátil y valor en libros. El sector de defensa, si bien de entrada experimentó una menor demanda tras el alto el fuego, atrajo inversiones estratégicas que le permitirán crecer en un futuro. Los valores de bienes de consumo discrecional también se recuperaron apoyados en una mayor confianza interna y en la recuperación del gasto minorista.

El reciente acuerdo de alto el fuego, que abarca tanto el frente norte como el sur, dará previsiblemente paso a considerables inversiones en infraestructuras y construcción. El Gobierno tiene previsto financiar iniciativas en esas áreas con 30.000 millones de NIS (9.000 millones de USD), lo que creará oportunidades a largo plazo en estos sectores.

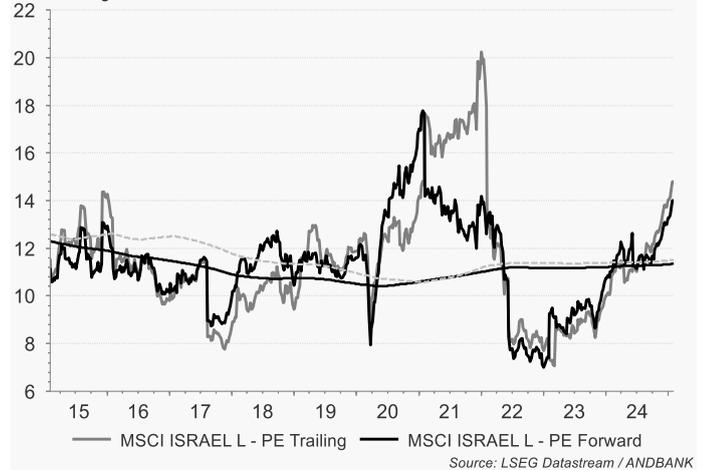
Nuestra estrategia mantiene una posición de sobreponderación en los sectores financiero y tecnológico, centrándose en bancos y aseguradoras y en tecnológicas líderes capaces de beneficiarse de la fuerte demanda mundial. Además, adoptamos exposición selectiva a infraestructuras y construcción, posicionándonos estratégicamente para sacar partido de las inversiones previstas, impulsadas por el gobierno, y del potencial de crecimiento a largo plazo del sector.

### 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

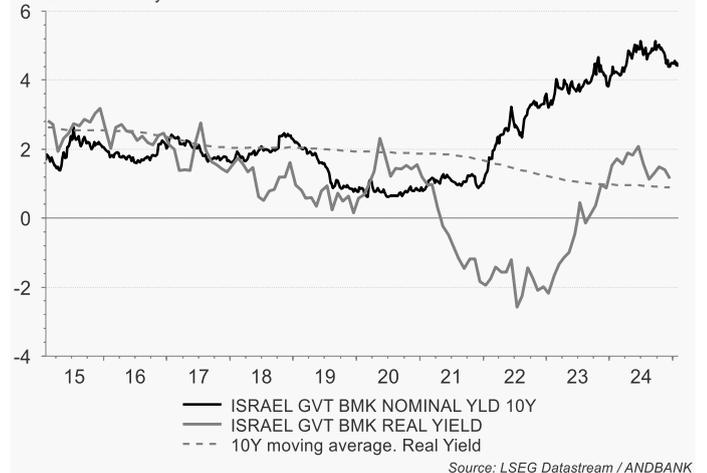
**Israel price-to-earning ratio**

Trailing & Forward PE



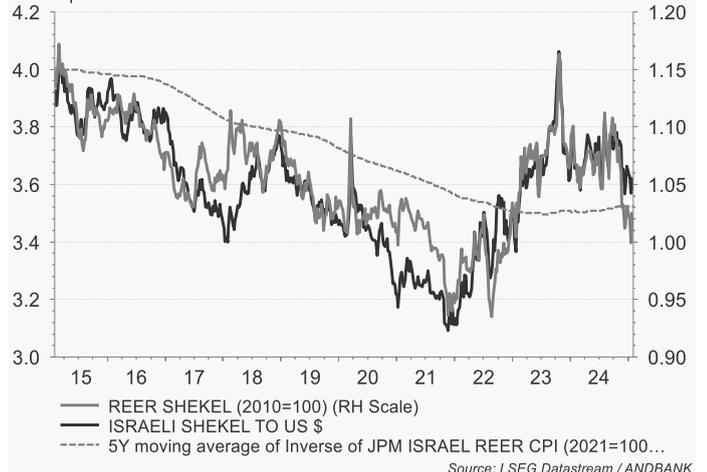
**ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y**

Local currency



**Israel Shekel**

Spot & REER





# BRASIL

## Lula podría haber perdido su «toque de Midas»

### Problemas de comunicación institucional

Lula, aclamado en su día como uno de los mejores oradores de Brasil (sobre todo por su capacidad para conectar con los desfavorecidos), parece haber perdido ese don de sacar rédito electoral a cuanto dijera. Desde el inicio de su tercer mandato tanto Lula como su gabinete han desaprovechado repetidamente oportunidades de articular con claridad sus propuestas. Una polémica cuestión que genera incertidumbre en público y mercados es la manera en que el gobierno está abordando la frágil situación fiscal del país. Los serios esfuerzos del ministro de Finanzas, Fernando Haddad, y de la ministra de Planificación, Simone Tebet, por convencer a los mercados de su compromiso con la responsabilidad fiscal a menudo quedan desbaratados por los discursos improvisados de Lula. Por ejemplo, en noviembre de 2023, en una reunión del gabinete, Lula comentó: «Para quienes trabajan en el Tesoro un dinero bien aprovechado es aquel destinado a reservas, mientras que para quienes ocupan la Presidencia lo es el que se ha transformado en infraestructuras: en carreteras, escuelas, educación primaria, secundaria y terciaria, y en sanidad». E instó a los ministros a ser «los mejores gastadores en obras públicas». Esta retórica podrá resonar en su base política, pero transmite señales contradictorias a los mercados sobre la disciplina fiscal del Gobierno.

Otro ejemplo de mala estrategia de comunicación se produjo a finales de 2024, cuando el gobierno anunció un paquete de medidas fiscales muy esperado que permitía afrontar desequilibrios estructurales, pero que acompañó de un plan para elevar las exenciones del impuesto sobre la renta a los brasileños que ganan menos de 5.000 BRL. La exención fiscal dominó el discurso público, desviando la atención de las urgentes reformas fiscales y socavando los esfuerzos por tranquilizar a los mercados financieros.

Los errores de comunicación del Gobierno se agravaron en enero de 2025, cuando se vio obligado a revocar un controvertido decreto. La medida, que ampliaba la supervisión de la Hacienda Federal sobre las transacciones financieras para incluir bancos digitales, aplicaciones de pagos y *fintech*, suscitó un rechazo generalizado como consecuencia de la desinformación. Falsedades como que se supervisarían y gravarían diariamente las operaciones en Pix, el sistema de pagos en tiempo real, provocaron indignación pública. Esta reacción obligó al Gobierno a dar marcha atrás apenas dos semanas después de que las medidas entraran en vigor.

### Cambios en el Banco Central de Brasil

El tono adoptado por el BCB en comunicados recientes indica creciente propensión al endurecimiento monetario, reflejando preocupación por la persistencia de una inflación que sigue superando el objetivo oficial en todos los horizontes temporales relevantes.

De hecho, el crecimiento del PIB brasileño lleva dos años consecutivos siendo superior al esperado. En 2024, por ejemplo, las primeras proyecciones del mercado recogidas en el *Boletim Focus* estimaban un modesto crecimiento del PIB del 1,59%. A finales de año, sin embargo, las previsiones de crecimiento se habían disparado hasta rondar el 3,50%, si bien las expectativas para 2025 apuntan a una desaceleración que dejaría el crecimiento del PIB en el 2%. Dado que la inflación, medida por el IPCA, se mantiene con obstinación en el 5%, ese endurecimiento de la postura del BCB parecería más que justificado.

Aunque persiste la presión política contraria a elevar los tipos de interés, el crecimiento económico superior al previsto puede restarle fuerza. Lo que por otra parte no impide que, ante la proximidad de las elecciones presidenciales, los mercados no dejen de expresar escepticismo sobre la independencia efectiva del Banco Central una vez tome posesión el nuevo presidente. A nuestro juicio, la independencia se mantendrá. Gabriel Galípolo, ex Director de Política Monetaria y próximo presidente del BCB, contribuye a la tranquilidad al representar una opción más capaz y pragmática que los anteriores nombramientos por gobiernos de izquierdas. El BCB, ahora jurídicamente independiente, ha marcado mucha distancia con los errores de política cometidos durante el Gobierno de Dilma Rousseff (2010-2015). Esos años deberían servir de lección y advertencia a cualquiera que ocupe el cargo. Dicho esto, Galípolo tendrá indudablemente que afrontar retos importantes en su mandato. La combinación de una política monetaria restrictiva, la desaceleración del crecimiento, la persistente inflación y las presiones políticas de una intensa campaña de reelección conforman un entorno presidido por la volatilidad. El equilibrio macroeconómico puede parecer una olla a presión sin válvula de escape clara, por lo que la forma en que Galípolo se mueva en este entorno será crucial y, sin duda, fascinante de observar.

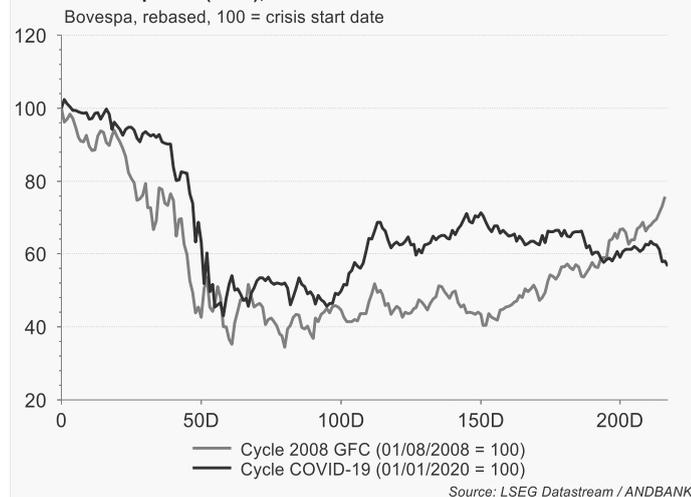
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): INFRAPOND. (objetivo: 132.000 puntos)  
Deuda soberana en divisa local: SOBREPOND. (dif. obj.: 1.000 pb; rend. obj.: 14,75%)  
Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.: 300 pb; rend. obj.: 7,75%)  
Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPOND.-NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,80)

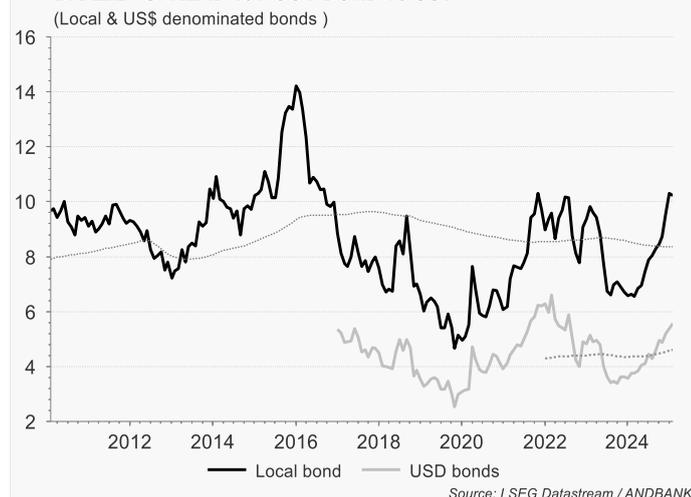
Brazil MSCI Index price-to-earning



Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST





# MÉXICO

## La incertidumbre política a nivel nacional e internacional afecta al peso y a las bolsas

### Banco central

El Banco de México (Banxico) cerró 2024 con un recorte del tipo de interés de 25 pb que, sumado a otras cuatro bajadas durante el año, lo situó en el 10%. Para finales de 2025 se espera un 9%, aunque tanto el Gobierno como el banco central prevén al menos dos recortes adicionales de un cuarto de punto. Tres de los cinco miembros de la Junta de Gobierno estiman una caída rápida de la inflación subyacente, que convergería al 3% a finales de año. Con esta trayectoria y un tipo real ex ante muy restrictivo, podrían darse nuevos recortes a principios de año. No obstante, la orientación de la política monetaria, influida por la Reserva Federal de EE.UU., y los riesgos inflacionistas pueden limitar su alcance.

### Inflación y actividad

El crecimiento se moderó hacia finales de 2024 por efecto de la ralentización del consumo y la inversión. La desaceleración se asoció a un entorno de gobernanza desfavorable tras la aprobación de reformas constitucionales que generaron incertidumbre entre empresas privadas, gobiernos extranjeros, entidades supranacionales y agencias de calificación.

La inflación general disminuyó en diciembre y se situó en el 4,21% interanual, al tiempo que el dato subyacente rondó el 3,65% interanual, un nivel que mantuvo a lo largo del último trimestre de 2024. Pese a persistir presiones sobre los precios de los servicios, la tendencia a la baja de la inflación general ha reforzado la expectativa de que el banco central adoptará nuevas medidas. Para 2025 no se prevé una fuerte moderación de la inflación y, en nuestra opinión, y salvo que se produjera una desaceleración económica mayor de lo previsto, los riesgos inflacionistas siguen siendo elevados.

### Política

A finales de 2024 se ratificaron dos reformas constitucionales: una para disolver organismos autónomos y otra que modificó la ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit), responsable del financiamiento y crédito hipotecario. El gobierno ha consolidado varios objetivos en el «Plan México», que busca transformar la economía nacional para 2030 en una de las diez mayores del mundo. El plan prioriza la inversión sostenida y el desarrollo de sectores estratégicos competitivos. Sus principales metas incluyen: i) elevar la inversión/PIB al 28%; ii) generar 1,5 millones de empleos especializados en manufactura; iii) asegurar que el 50% de suministros y consumo sean de origen mexicano; iv) aumentar un 15% el contenido nacional en cadenas de valor clave (automotriz, aeroespacial, electrónico, farmacéutico y químico); v) agilizar trámites con una ventanilla digital única para atraer inversiones; vi) promover la sostenibilidad empresarial con energías no contaminantes y reutilización del agua.

### Mercados financieros

**Renta variable.** El índice IPC de la Bolsa Mexicana de Valores cayó un 0,6% en diciembre y cerró 2024 con un descenso del 13,7%, reflejando mayor aversión al riesgo ante la incertidumbre legislativa y la falta de nuevas admisiones a cotización que revitalicen el mercado. La preocupación por la protección del inversor, la liquidez y la profundidad del mercado debilitó aún más la confianza. Pese a estos desafíos, vemos potencial de revalorización en la renta variable mexicana. Sus valoraciones presentan un descuento significativo tanto frente a mercados internacionales como a medias históricas. El S&P/BMV IPC cotiza con un descuento del 15% respecto a 2023 en términos de precio/EBITDA y del 21% frente a su media de tres años. Nuestra previsión a 12 meses, basada en un PER de 14x y un crecimiento esperado del 11% en beneficios, respalda una perspectiva optimista para el próximo año.

**Renta fija y tipo de cambio.** El diferencial de rendimiento entre bono mexicano a 10 años en pesos y bono del Tesoro de EE.UU. se mantuvo en torno a los 570 pb, cerrando en 572 pb tras haber superado los 600 pb en junio y agosto debido a la volatilidad electoral y de los mercados mundiales. Hemos revisado el objetivo de final de año para el diferencial a 575 pb debido a la volatilidad esperada en próximos meses. Reiteramos prudencia con la *duración* media de la cartera de deuda en pesos. Para el bono mexicano denominado en dólares el diferencial se amplió hasta los 200 pb, un nivel que podría mantenerse hasta finales de año.

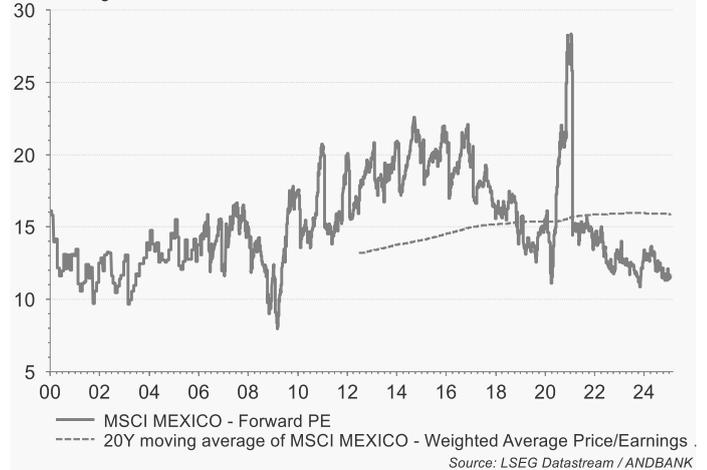
El peso experimentó una notable volatilidad entre finales de 2024 y principios de 2025, alcanzando máximos por encima de 20,80 unidades por dólar antes de retornar a niveles cercanos a 18,50. Esto refleja las dinámicas económica, monetaria y fiscal, así como el impacto de un dólar fuerte. Revisamos el cruce previsto para final de año a 21 pesos por dólar, dando cabida a posibles episodios de volatilidad en el último trimestre del año.

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

- Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR (objetivo: 62.900 puntos)
- Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 575 pb; rend. obj.: 10,5%)
- Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,75%)
- Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21)

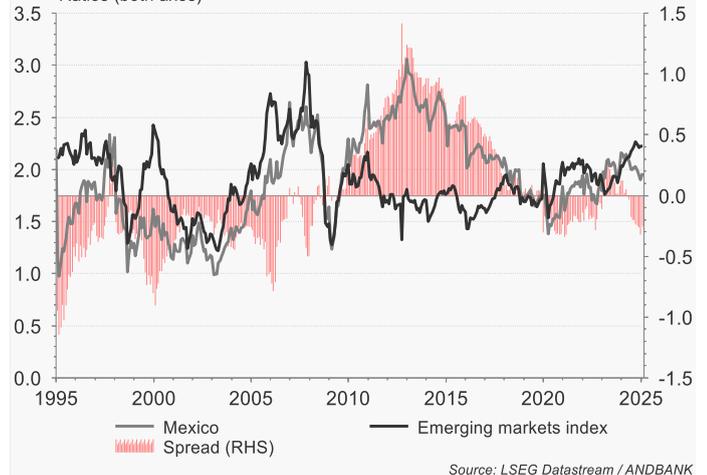
**Mexico MSCI Index price-to-earning**

Trailing & Forward PE



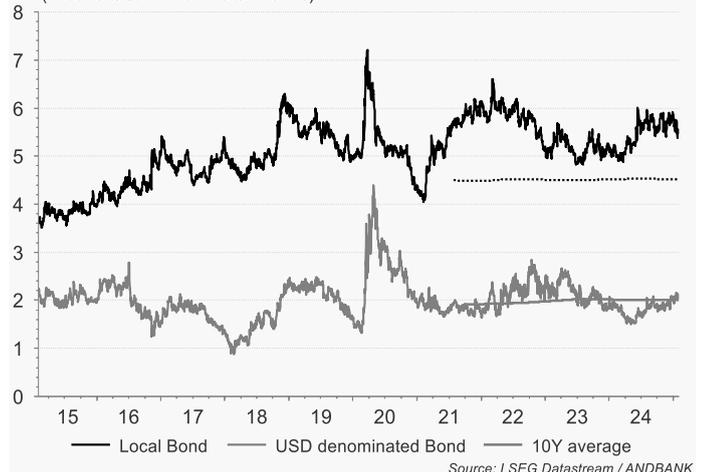
**Mexico price-to-book ratio**

Ratios (both axes)



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

(Local & USD denominated bonds)





# ARGENTINA

## El tablero político comienza a moverse

### Política: se debate si formar un frente de derechas para las legislativas

El 26 de octubre habrá elecciones legislativas en Argentina, con 127 de 257 escaños en la Cámara de Diputados y 24 de 72 en el Senado en disputa. Buenos Aires Provincia (PBA) y la Ciudad de Buenos Aires (CABA) concentran 48 de esos escaños (35 y 13, respectivamente). El Gobierno, incluso con un buen resultado, difícilmente alcanzará la mayoría en el Congreso. Actualmente, cuenta con 39 diputados (8 a renovar) y 6 senadores (sin renovación). Enfrenta un dilema: alinearse con la derecha de Juntos por el Cambio (JxC), representada por el PRO de Mauricio Macri, o competir contra ellos, lo que podría tensar su relación con aliados, especialmente gobernadores provinciales. La Libertad Avanza (LLA) podría desafiar al PRO en CABA, en una contienda reñida, pero necesita su apoyo para vencer al peronismo en PBA, el principal bastión político. Macri está abierto a una alianza electoral, aunque su estructura es incierta. Según encuestas recientes, el Gobierno lograría al menos un tercio de los escaños, lo que le permitiría evitar la anulación de vetos presidenciales y salir de su actual posición defensiva.

### FMI: comienzan las negociaciones para un nuevo programa

El Presidente Milei se reunió con la Directora Gerente del FMI, Kristalina Georgieva, en el marco de las negociaciones para formalizar otro acuerdo con el organismo multilateral. Cabe destacar que el FMI publicó recientemente el informe de evaluación del programa 2022 con Argentina, en el que reconocía que fue más indulgente de lo deseado con el gobierno anterior en cuanto al cumplimiento de las metas establecidas. Con todo, el FMI elogió los esfuerzos del gobierno actual en los ámbitos fiscal y monetario. Como áreas de mejora hizo hincapié en la necesidad de encontrar una solución sostenible al problema de la balanza de pagos y criticó el uso continuado de los controles de cambio. El informe también incluía la perspectiva del gobierno actual, que criticaba al FMI al destacar que el programa económico se diseñó e implementó sin asistencia financiera o técnica del FMI. En una entrevista radiofónica Milei manifestó que captar entre 11.000 y 12.000 millones de USD de organismos internacionales o fondos de inversión privados permitiría reforzar las reservas y levantar los controles de cambios en el transcurso del año.

### El Gobierno ralentiza la devaluación mensual tras los últimos datos de inflación

La inflación de diciembre fue del 2,7%, en línea con lo esperado, pero ligeramente por encima de noviembre (+2,4%). En 2024, la tasa cerró en 117,8%, marcando una fuerte caída respecto a 2023 (+211,4%). La inflación subyacente alcanzó el 3,2% (noviembre: 2,7%), mientras que los precios estacionales cayeron un 1,4% y los regulados subieron un 3,4%. En los últimos meses, los bienes han subido al ritmo de la devaluación mensual del 2%, mientras que los servicios, con más componentes no comercializables, han aumentado cerca del 4% mensual. Tras la publicación del dato, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció que reducirá el ritmo del «sendero de desplazamiento» del 2% al 1% mensual desde el 1 de febrero. Según su comunicado, la medida responde a la consolidación de la tendencia inflacionaria y expectativas de baja. Aunque la decisión favorece la desinflación, conlleva riesgos: un ritmo devaluatorio más lento podría afectar la competitividad del peso y dificultar la acumulación de reservas. Además, llega en un contexto de incertidumbre global, comprometiendo al Gobierno en una política difícil y costosa de revertir si cambian las condiciones.

### Noticias sobre deuda soberana y corporativa: 2025 podría ser el año de las OPS

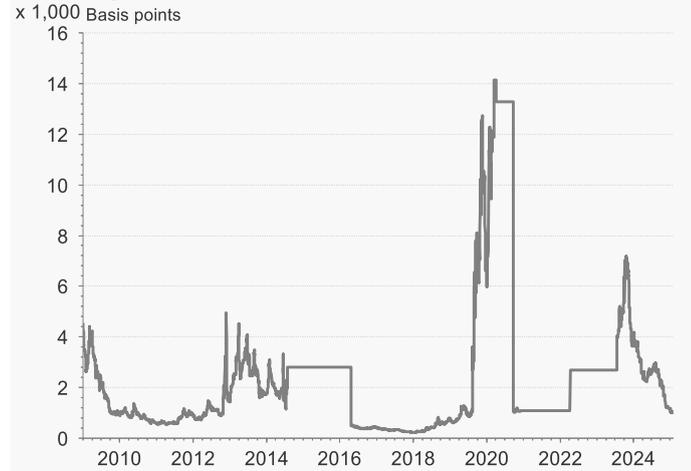
Como anunciaron las autoridades con semanas de antelación, el Gobierno ha finalizado el pago de intereses y la amortización del principal (por un total de 4.500 millones de USD) de la deuda soberana correspondiente a enero. El diferencial de la deuda soberana se ha reducido desde más de 2.000 pb al inicio del gobierno de Milei a menos de 600 pb. Esta evolución hace más probable que Argentina retorne a finales de año a los mercados internacionales de capitales. El mercado de emisión de bonos corporativos, por su parte, continúa muy activo. En las primeras semanas de enero YPF emitió deuda nueva por importe de 1.100 millones de USD a 9 años y con un rendimiento al vencimiento del 8,5%. Tecpetrol (empresa de petróleo y gas del grupo Techint) colocó 400 millones de USD a 8 años con un rendimiento al vencimiento del 7,625%. Por último, algunos informes apuntan que varias empresas argentinas podrían solicitar ser admitidas a cotización bursátil tanto en Argentina como en Nueva York. La última tanda reseñable de operaciones de salida a cotización en bolsa (OPS) se produjo en la presidencia de Mauricio Macri (2015-2019), cuando lo hicieron Banco Supervielle, Corporación América y Central Puerto. Según el diario *La Nación*, entre las principales candidatas a salir a Bolsa estarían Genneia, YPF Luz y Compañía General de Combustibles (CGC).

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

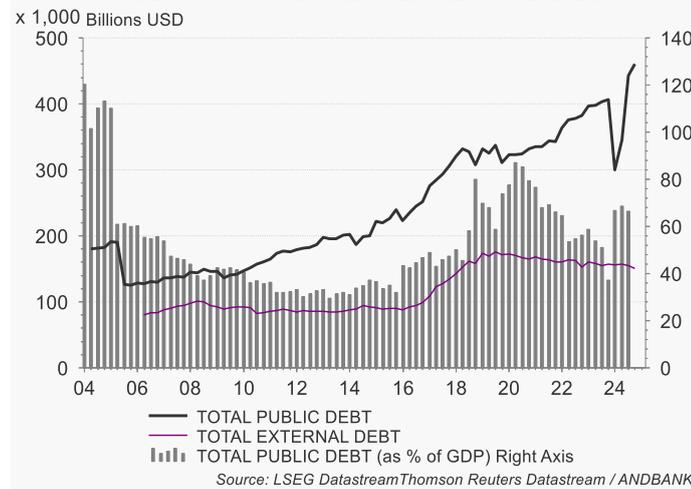
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1.600)

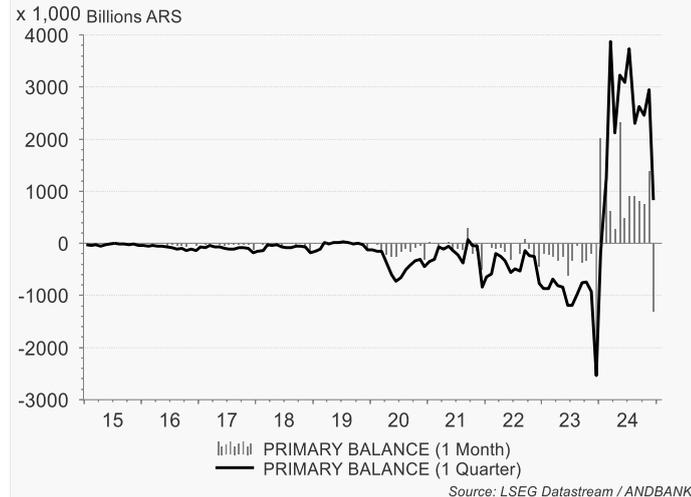
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





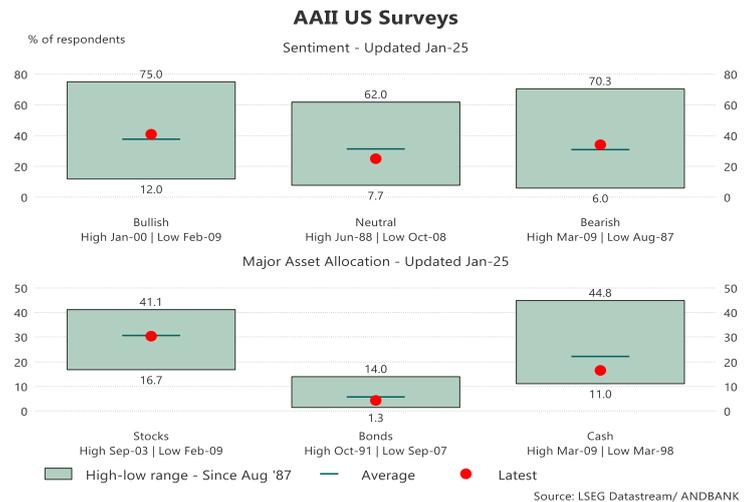
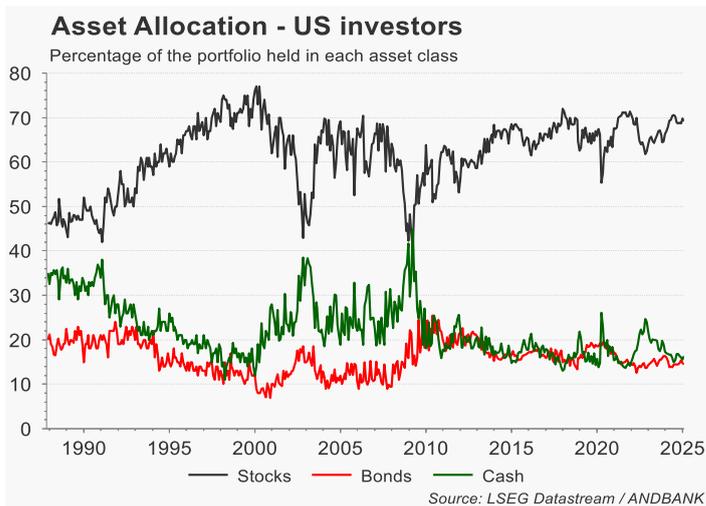
RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Target PE Trailing (year end 2025) set on Dec '24 Strategic Committee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	264,0	11,9%	25,40	22,71	4,40%	-0,17%	2,00%	24,76	5.995	6.537	9,0%	MW-OW	7.191
Europe - Stoxx Europe 600	38,8	8,6%	14,97	13,78	7,26%	4,84%	5,00%	14,59	535	566	5,8%	MW	623
Spain IBEX 35	1.074,0	3,5%	11,84	11,44	8,74%	5,66%	5,70%	11,50	12.289	12.351	0,5%	UW	13.586
Mexico IPC GRAL	4.841	12,9%	11,94	10,58	9,45%	-0,60%	-0,90%	13,00	51.210	62.933	22,9%	MW-OW	69.226
Brazil BOVESPA	16.500	13,5%	8,65	7,62	13,12%	-1,63%	-1,10%	8,00	125.731	132.000	5,0%	UW	145.200
Japan TOPIX	186,0	8,8%	16,01	14,72	6,79%	5,53%	4,00%	15,93	2.738	2.962	8,2%	OW	3.259
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	13,00	13,79	7,25%	0,26%	4,80%	12,81	3.407	3.163	-7,2%	UW	3.479
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	19,00	20,18	4,96%	-2,04%	1,25%	18,40	1.911	1.742	-8,8%	UW	1.917
India SENSEX	4.052	15,3%	22,36	19,39	5,16%	-1,51%	-2,00%	22,50	78.584	91.170	16,0%	OW	100.287
Vietnam VN Index	126,4	19,6%	11,97	10,01	9,99%			12,12	1.265	1.532	21,2%	OW	1.686
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	13,67	11,89	8,41%			14,98	588	740	26,0%	OW	814

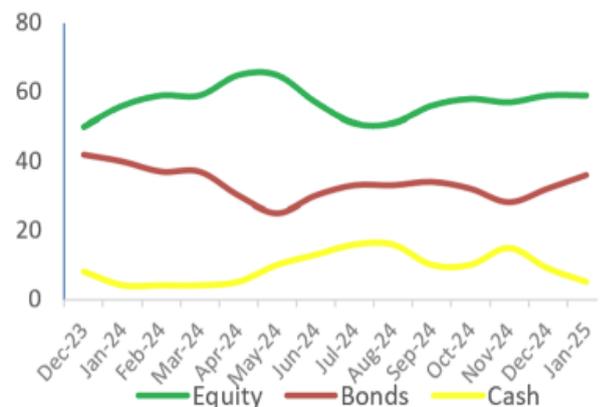
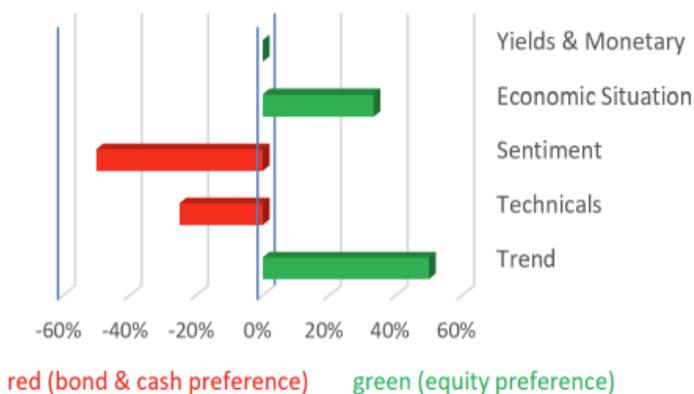
ANDBANK ESTIMATES

Indicadores de posicionamiento en el mercado y análisis histórico de episodios de tensión



Indicadores Ned Davis: Análisis de la orientación de los mercados a corto plazo

Equity vs. Bonds Relative Strength by Betalping 5 Indicators





RENDA VARIABLE

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

SECTION A: EARNINGS OUTLOOK

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2024 Earnings Dashboard

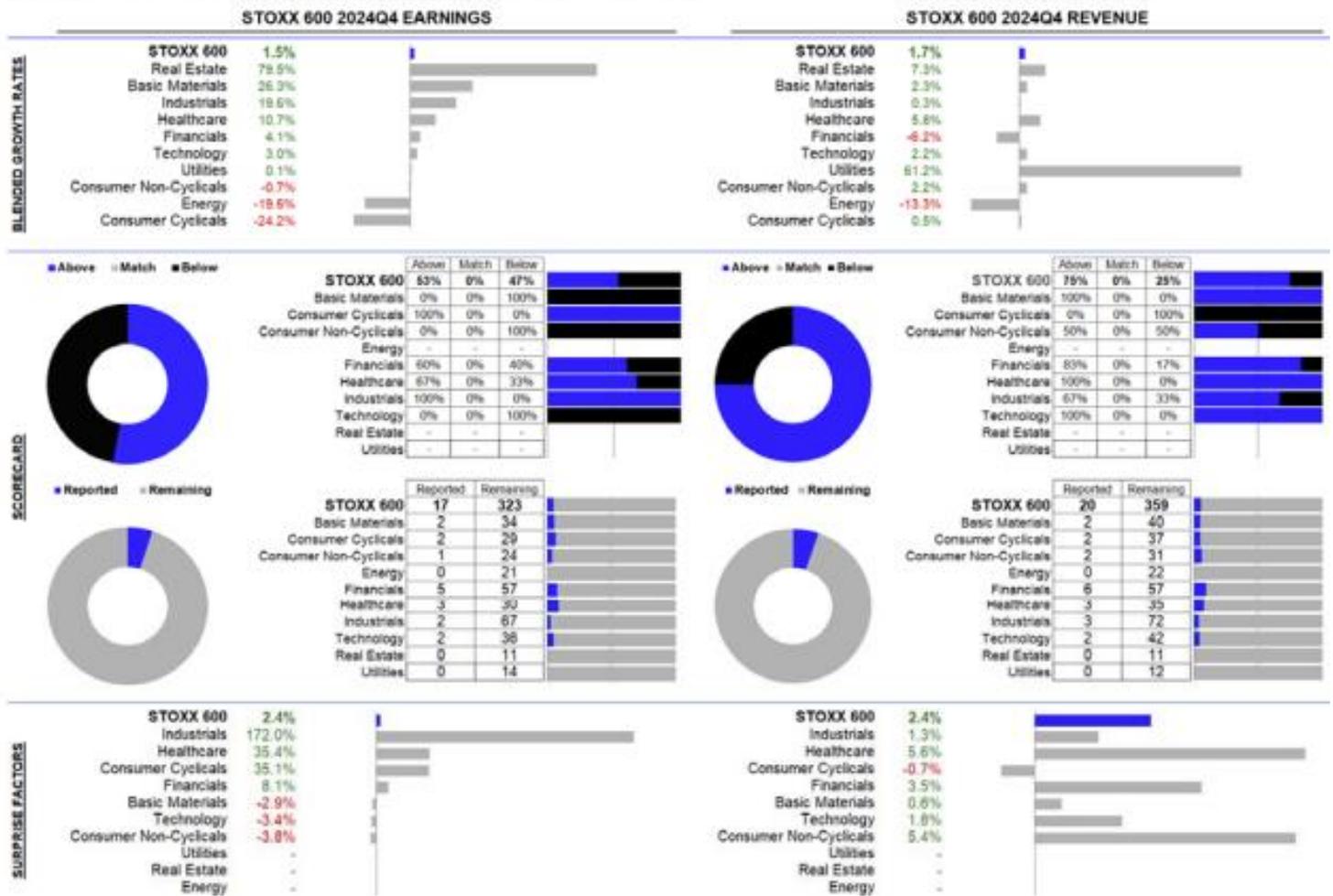
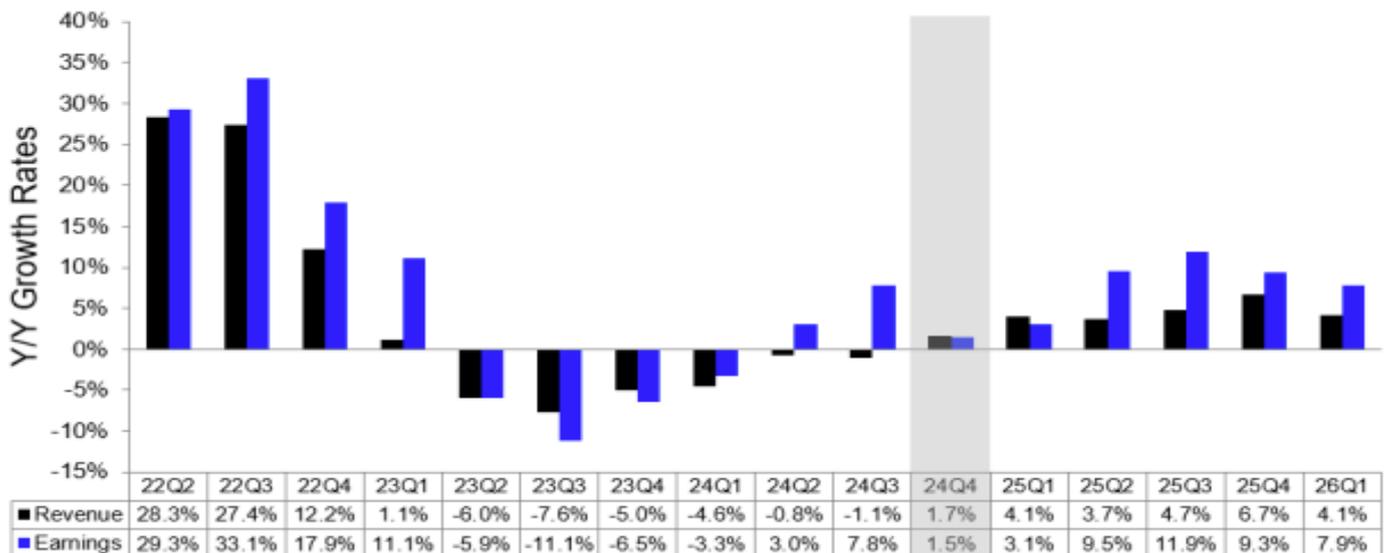


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

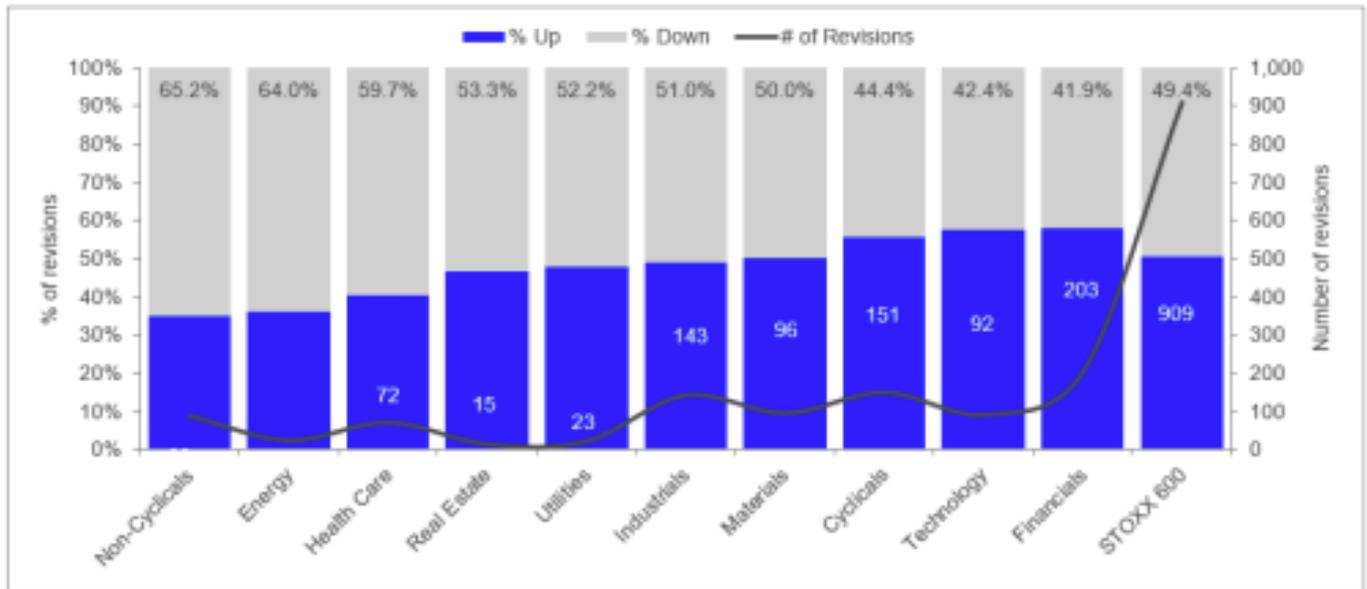




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

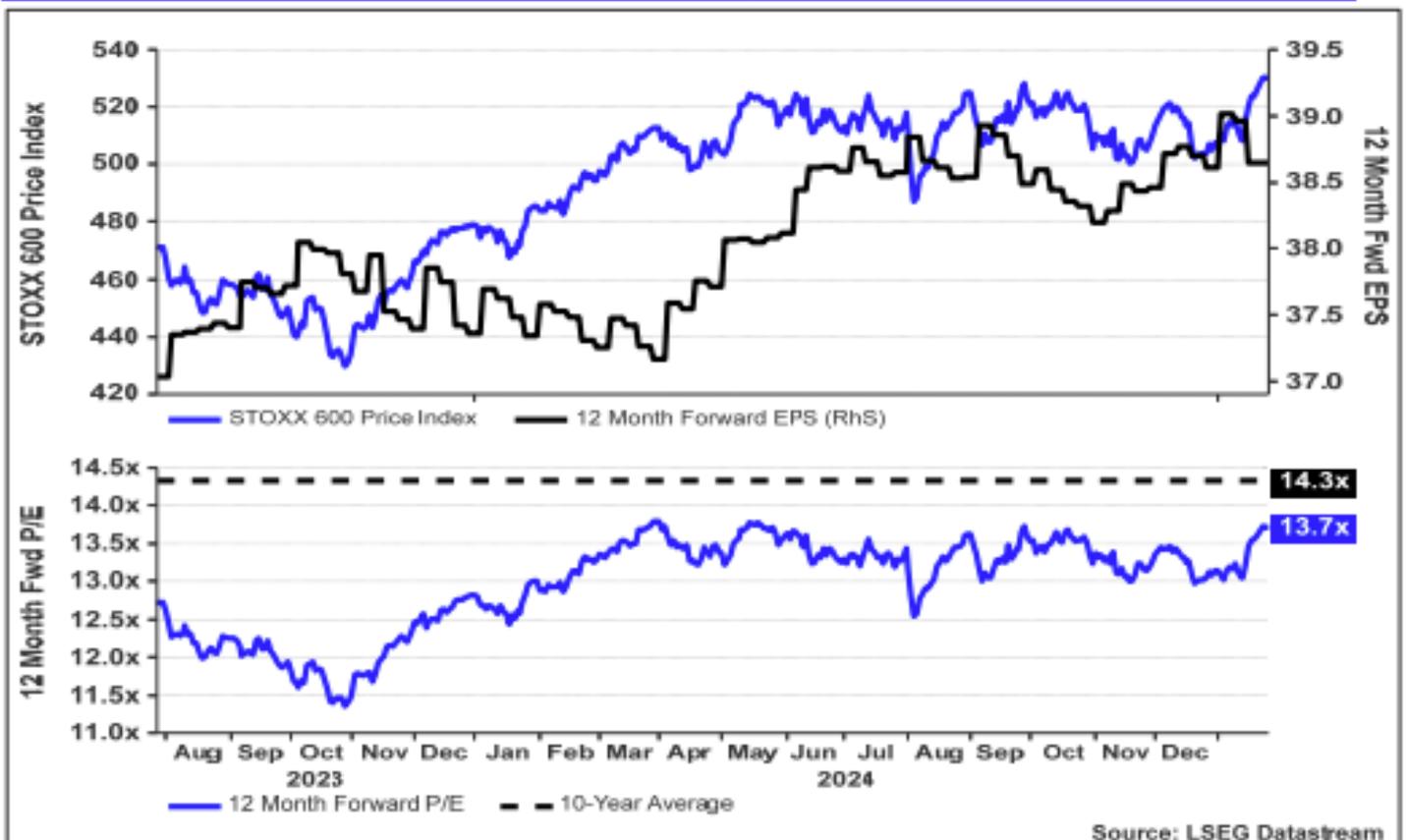
**Panel de beneficios empresariales: EUROPA**

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

Source: LSEG Datastream



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

EARNINGS DASHBOARD

Exhibit 1. 2024Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

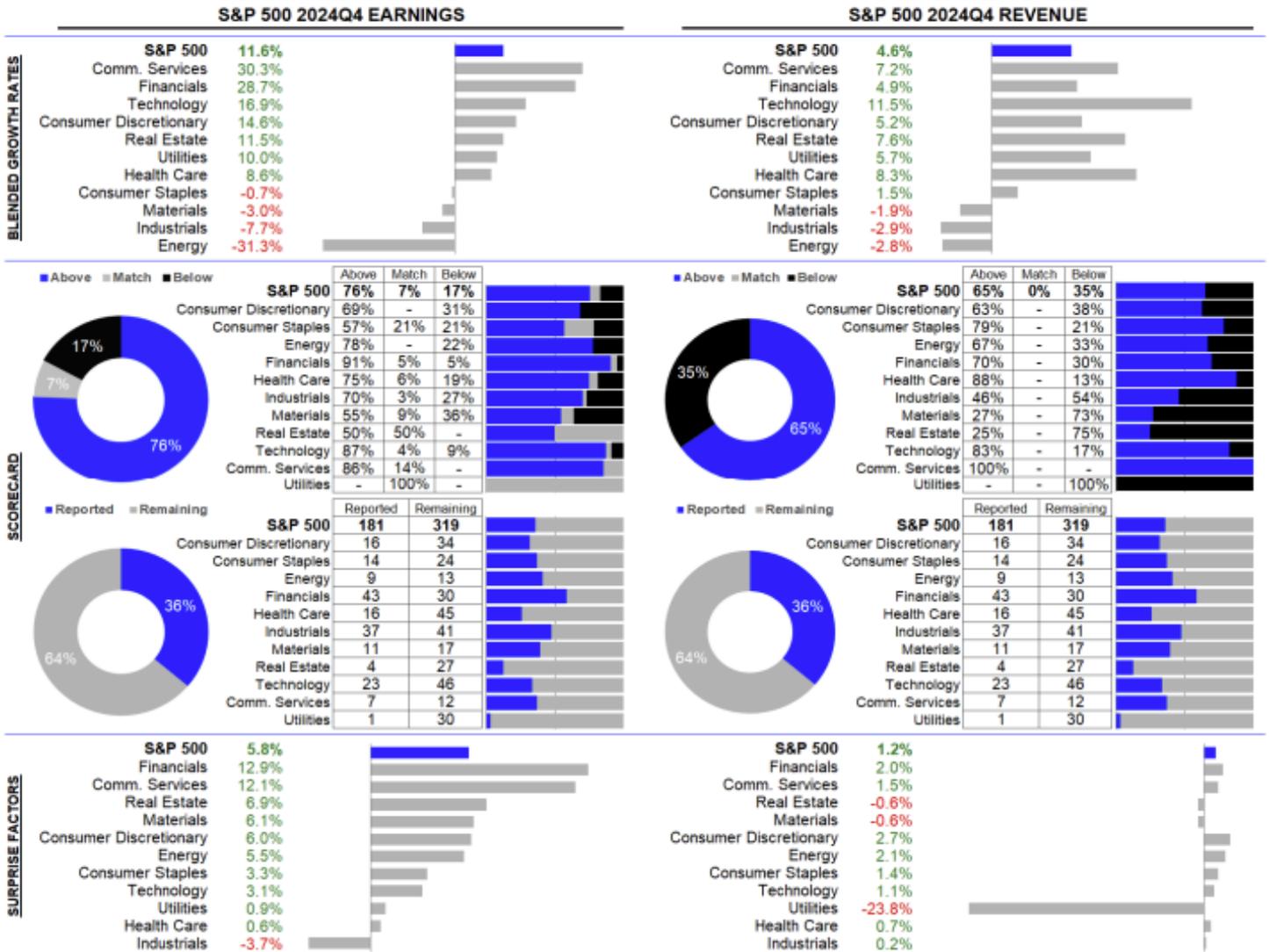
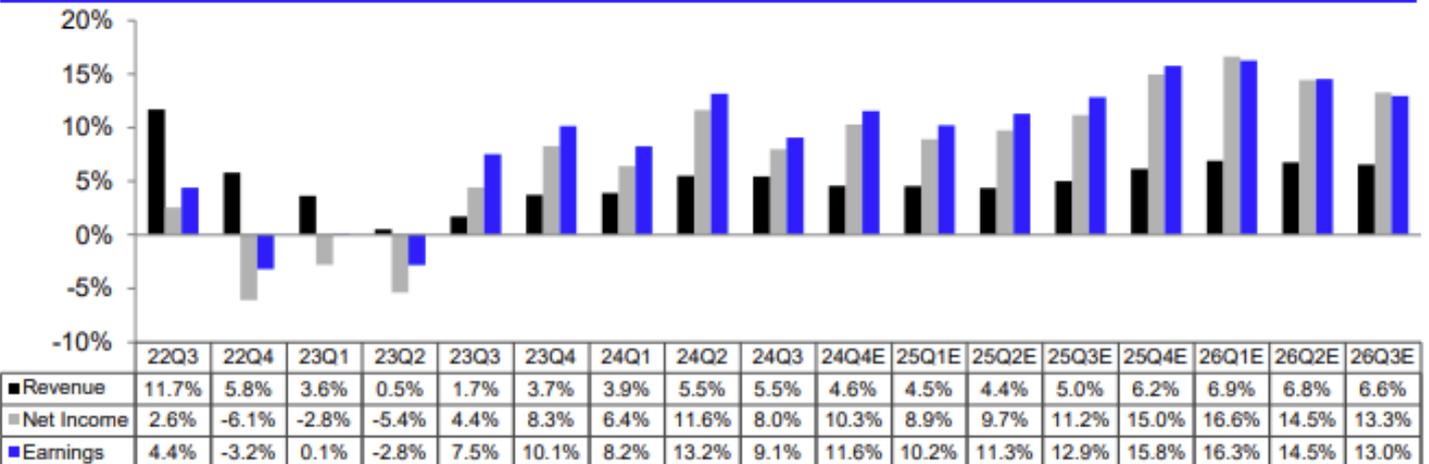


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



## MATERIAS PRIMAS

Página 18

### ENERGÍA – PETRÓLEO

#### Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 65-80 USD/barril

Comprar por debajo de 65 USD; vender por encima de 80 USD.

**(Factor bajista)** – El PIB chino creció un 5,4% interanual en el último trimestre de 2024, superando las expectativas de la mayoría de los analistas. Esta tasa de crecimiento, la mayor de los últimos seis trimestres, llevó el crecimiento del conjunto del año al 5% y confirmó la estimación adelantada por Xi en Nochevieja. El crecimiento respondió al impulso imprimido en el último trimestre a los estímulos oficiales. Aun así, el consumo languideció al crecer a niveles prepandémicos, la inversión inmobiliaria registró una contracción inédita y la deflación persistió por segundo año consecutivo. El PIB ajustado por la «inflación» (negativa) creció un 4,2% en 2024, su tasa más baja (exceptuando el bache pandémico) desde la apertura de la economía china a finales de la década de los setenta. Alrededor del 60% del repunte del crecimiento anual se estima que se debió a la política oficial de impulsar el consumo y la inversión manufacturera, correspondiendo el resto a fletes anticipados. Siendo así, esta mejora podría ser «transitoria», suavizándose el impulso a partir del segundo trimestre a medida que se ralenticen las exportaciones y se prolongue la debilidad del sector inmobiliario. El gobierno previsiblemente anunciará en la sesión parlamentaria anual de marzo su objetivo de crecimiento para 2025; que, basándose en objetivos provinciales ya anunciados, probablemente será similar, cuando no idéntico, al del año pasado. Con todo, a la segunda economía mundial podría resultarle más difícil este año alcanzar un crecimiento del 5%.

**(Factor bajista)** – La petrolera estatal india está comprando crudo de Oriente Medio y África para sustituir los volúmenes rusos afectados por las sanciones estadounidenses. Esto incluye un cargamento de crudo Murban de Abu Dabi, que Indian Oil Corp. (IOC) no suele comprar, y que entrañaba una prima de 5 USD/barril sobre la referencia de Dubái. Además del inusual cargamento de Murban, de dos millones de barriles, IOC también compró tres millones de barriles de crudo nigeriano, un millón de barriles de crudo gabonés y un cargamento de crudo angoleño en los últimos días. El gobierno saliente de EE.UU. impuso al sector petrolero ruso las sanciones más severas hasta la fecha al incluir a dos grandes compañías, Gazprom Neft y Surgutneftegas (que el Reino Unido también sancionó el mismo día), 183 buques petroleros, docenas de intermediarios comerciales, proveedores de servicios petrolíferos, aseguradoras y funcionarios del sector energético. El paquete de sanciones podría reducir el suministro de petróleo ruso a nivel mundial entre 700.000 y 800.000 barriles diarios, un volumen suficiente para mantener elevados y al alza los índices de referencia. Como consecuencia, los principales clientes de Rusia en Asia se apresuran a asegurarse los volúmenes que necesitan, lo que eleva el precio de esos barriles. Esto podrá ejercer un efecto alcista sobre el precio del crudo en el corto plazo, pero a medio plazo se tornará bajista. En efecto, en el mundo hay capacidad de sobra para suplir la oferta rusa, por lo que Moscú hará todo lo posible por colocar su petróleo en los mercados internacionales aunque implique aplicar un mayor descuento. Al respecto, las refinerías indias piensan que Rusia acabará encontrando el modo de eludir las sanciones, por lo que el impacto de las sanciones debería ser limitado.

**(Factor bajista)** – La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) indicó en sus Perspectivas a corto plazo que, al superar el crecimiento de la producción mundial al de la demanda, los precios del petróleo tenderán a deprimirse en 2025 y 2026. Los analistas de la AIE prevén un exceso de oferta en 2025 tras la brusca ralentización del crecimiento de la demanda en 2024 en los principales países consumidores de energía, sobre todo en China. Pese a esta caída de la demanda, la AIE elevó levemente su estimación de una producción de petróleo récord en EE.UU. para este año de 13,52 a 13,55 millones de barriles diarios (Mbdp). Según el informe, la producción estadounidense de la Cuenca del Pérmico de Texas y Nuevo México, la mayor región productora de petróleo de esquisto del mundo, seguirá creciendo hasta representar más del 50% de la producción total del país en 2026. Según la AIE, la producción mundial de petróleo y combustibles líquidos rondará los 104,4 Mbdp en 2025, frente a los 104,2 Mbdp previstos anteriormente. Por su parte, la demanda mundial se situará en 104,1 Mbdp. El aumento previsto de la producción se basa en la decisión de la OPEP y sus aliados de suavizar los recortes de la oferta y también en expectativas de que los productores ajenos a la OPEP aumentarán la producción. Según las estimaciones de la AIE, los precios del crudo estadounidense alcanzarán los 70 USD/barril de media en 2025 para caer luego a 62 USD/barril en 2026.

**(Factor bajista)** – Un grupo de expertos saudí prevé un considerable exceso de oferta de petróleo en el mercado en 2026 debido a los menores recortes de la OPEP+. La reducción esperada en los recortes de la OPEP+ crearía un excedente de 1,01 Mbdp en 2026.

**(Factor bajista)** – Existencias de petróleo emiratíes. Según Platts, los inventarios de productos petrolíferos en el puerto de Fujairah (EAU) aumentaron un 4,9% en la semana finalizada el 13 de enero, destacando el aumento de destilados medios como queroseno de aviación, gasóleo y diésel, según datos de la Zona de la Industria Petrolera de Fujairah publicados el 15 de enero. El total almacenado ascendió a 18,47 millones de barriles, el mayor nivel en tres semanas, con un segundo aumento semanal consecutivo.

**(Factor bajista)** – «Apenas una semana después de empezar el año ya se ha puesto a prueba el techo del rango de precios de la “prima de riesgo de eventos”». Así lo expresaron analistas de RBC Capital Markets LLC, en concreto Brian Leisen, en una nota publicada en enero. «Las nuevas sanciones impuestas a Rusia por el gobierno saliente aumentan la oferta en riesgo». El coste de alquilar un superpetrolero en rutas clave hacia China se ha duplicado desde que EE.UU. impuso sanciones a Rusia, lo que refleja hasta qué punto la medida ha trastornado el mercado mundial del transporte marítimo. Las sanciones han sacudido un mercado de fletes que, hasta hace poco, se enfrentaba a una disminución de la demanda por efecto de restricciones de oferta, apatía económica en China y alivio de tensiones en Oriente Próximo. El hecho de que su efecto en la disponibilidad de buques (y por tanto de petróleo) no haya llevado temporalmente el precio del crudo a marcar un máximo hace pensar que el crudo volverá a abaratarse en cuanto la situación en el transporte marítimo recupere la normalidad.

### Factores a largo plazo

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

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

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



## MATERIAS PRIMAS

Página 19

### METALES PRECIOSOS – ORO

#### Rango Fundamental 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 (estancflación). Ahora bien, el escenario proyectado corresponde al cuadrante en el que coinciden expansión económica con algo de inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, pero sin que la revalorización del metal áureo supere la de la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del Banco Popular de China de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas, lo que actualmente favorece al oro.

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

#### Factores negativos para el oro

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

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2642 en la actualidad), el precio real del oro (calculado como su precio nominal efectivo dividido entre el US Implicit Price Deflator-Domestic Final Sales, utilizado como variable aproximativa para el deflactor mundial) es de 2.229 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.324 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.673 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata se situó en 89,79x, todavía por encima de su media de 20 años de 69,12 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 2.170 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 2,83x, superó su media de los últimos 20 años de 1,63x, 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 1.517 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 38,35x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 20,44x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 72,5 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 65-80 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.481 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

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

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

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de alarma en el sentido de que podríamos estar cerca de un giro a la baja en la tendencia del oro.

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

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

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

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



DIVISAS

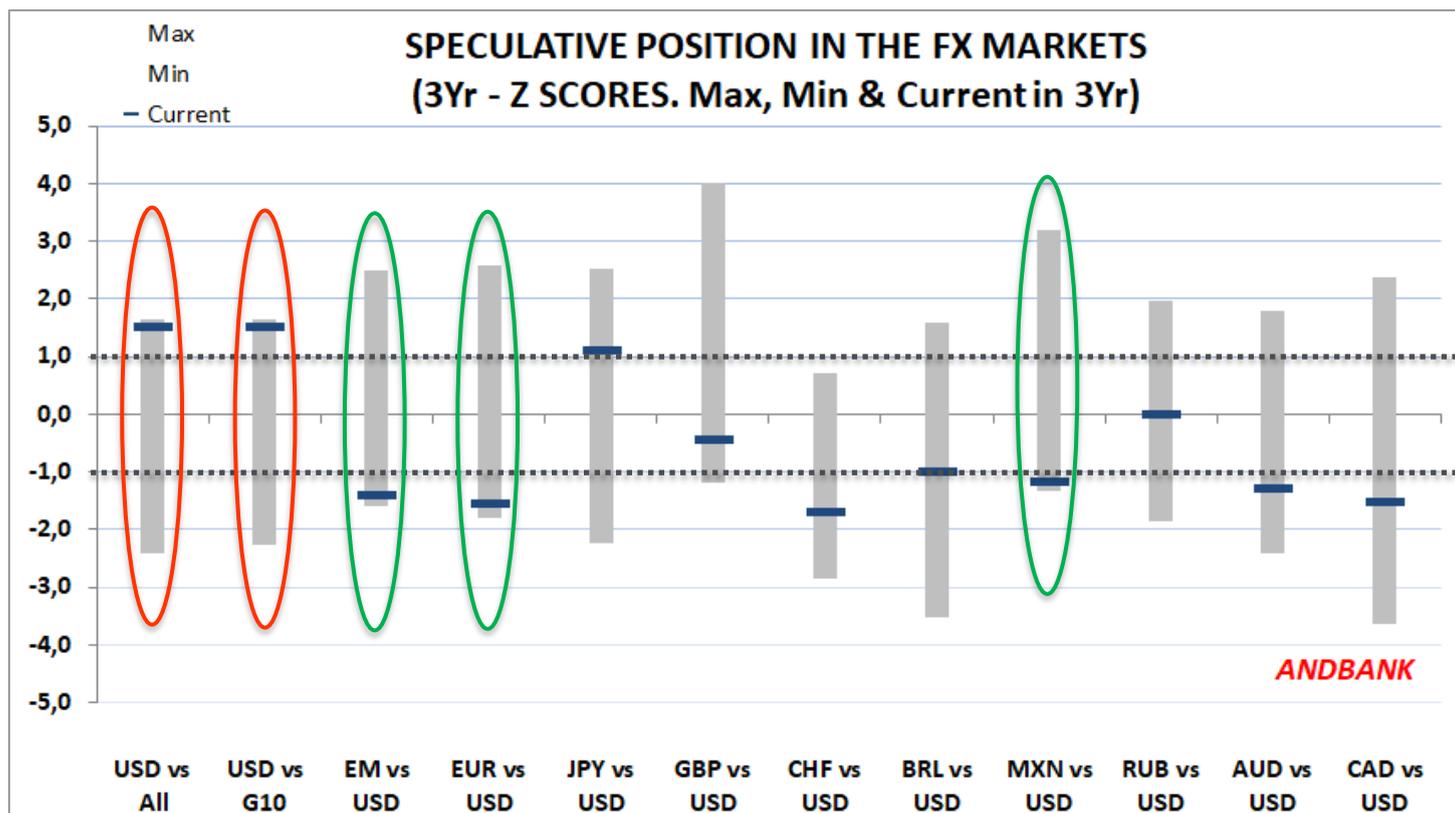
TIPOS DE CAMBIO

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

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current
						Z-score 3-yr
USD vs All	34,33	9,74	35,2	-28,2	4,3	1,52
USD vs G10	33,80	9,28	34,8	-25,4	5,3	1,53
EM	-0,53	-0,46	3,9	-0,8	1,4	-1,39
EUR	-8,68	1,26	23,4	-9,9	6,9	-1,53
JPY	-0,08	-2,20	5,8	-15,0	-6,4	1,11
GBP	-1,69	-3,85	11,5	-6,5	0,1	-0,43
CHF	-5,95	-0,99	0,2	-6,0	-3,0	-1,69
BRL	-0,66	-0,39	0,7	-1,0	-0,2	-0,99
MXN	0,13	-0,07	3,3	-0,5	1,3	-1,16
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-4,49	-5,03	6,1	-5,2	-0,4	-1,27
CAD	-10,25	2,55	6,1	-14,2	-2,1	-1,50

**ANDBANK**

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



- 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 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	0,3%	1,5%	5.995	<b>6.537</b>	9,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	4,2%	5,9%	535	<b>566</b>	5,8%
	SPAIN - IBEX 35	4,1%	6,5%	12.289	<b>12.351</b>	0,5%
	MEXICO - MXSE IPC	3,5%	4,9%	51.210	<b>62.933</b>	22,9%
	BRAZIL - BOVESPA	4,8%	4,5%	125.731	<b>132.000</b>	5,0%
	JAPAN TOPIX	-0,7%	-1,7%	2.738	<b>2.962</b>	8,2%
	China SSE Comp. A share	1,4%	-4,6%	3.407	<b>3.163</b>	-7,2%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	3,3%	-4,8%	1.911	<b>1.742</b>	-8,8%
	INDIA - SENSEX	0,8%	0,4%	78.584	<b>91.170</b>	16,0%
	VIETNAM - VN Index	1,5%	-0,6%	1.265	<b>1.532</b>	21,2%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,7%	-1,9%	588	<b>740</b>	26,0%
	<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	0,7%	0,1%	4,58	<b>4,75</b>
UK 10 year Gilt		0,9%	1,0%	4,53	<b>4,50</b>	4,8%
German 10 year BUND		0,5%	-0,2%	2,41	<b>2,40</b>	2,5%
Japanese 10 year Govie		-1,1%	-1,3%	1,27	<b>1,25</b>	1,4%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	0,5%	0,1%	3,08	<b>3,15</b>	2,5%
	Italy - 10yr Gov bond	0,7%	0,3%	3,52	<b>3,65</b>	2,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,2%	-0,4%	2,91	<b>2,90</b>	3,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-0,2%	2,66	<b>2,80</b>	1,6%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,3%	0,0%	3,24	<b>3,40</b>	2,0%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	0,4%	53,73	<b>65</b>	2,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	1,1%	291,19	<b>360</b>	3,4%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	0,5%	48,48	<b>75</b>	4,0%
	Credit USD HY - CDX HY	0,6%	0,7%	294,57	<b>450</b>	2,6%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	9,4%	16,0%	25,82	<b>26,82</b>	17,8%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,5%	15,11	<b>25,00</b>	-64,0%
<b>Fixed Income Asia (Local currency)</b>	China - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,7%	1,62	<b>1,25</b>	4,6%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,4%	6,67	<b>6,25</b>	10,0%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,0%	0,5%	2,88	<b>2,50</b>	5,9%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,8%	0,7%	6,99	<b>6,00</b>	14,9%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,3%	2,73	<b>2,75</b>	2,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,8%	0,8%	1,54	<b>2,50</b>	-6,1%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,4%	0,6%	6,08	<b>5,00</b>	14,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	0,4%	3,81	<b>3,00</b>	10,3%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,4%	-0,3%	2,30	<b>1,75</b>	6,7%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	0,1%	0,3%	3,02	<b>3,00</b>	3,1%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	3,4%	4,2%	10,05	<b>10,50</b>	6,5%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,8%	0,7%	6,62	<b>6,75</b>	5,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-0,4%	4,5%	14,75	<b>14,75</b>	14,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,2%	3,1%	6,73	<b>7,75</b>	-1,4%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-2,3%	0,9%	71,7	<b>70,00</b>	-2,4%
	GOLD	5,7%	5,9%	2.814,9	<b>2.400</b>	-14,7%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	-0,8%	1,03	<b>1,05</b>	1,7%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,8%	-1,1%	1,24	<b>1,29</b>	3,8%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	0,3%	0,83	<b>0,81</b>	-2,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,5%	0,6%	0,91	<b>0,87</b>	-4,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	-0,2%	0,94	<b>0,91</b>	-2,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	-1,5%	-1,0%	155,25	<b>158,0</b>	1,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-2,1%	-1,8%	160,28	<b>165,9</b>	3,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,6%	-1,0%	20,43	<b>21,00</b>	2,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,0%	-1,6%	21,09	<b>22,05</b>	4,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,0%	-6,0%	5,81	<b>5,80</b>	-0,1%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-5,7%	-6,8%	5,99	<b>6,09</b>	1,6%
	USDARS (price of 1 USD)	1,8%	2,2%	1.053,00	<b>1.000</b>	-5,0%
	USDINR (price of 1 USD)	1,6%	1,9%	87,06	<b>86</b>	-1,2%
	CNY (price of 1 USD)	-1,0%	-0,7%	7,25	<b>7,50</b>	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.