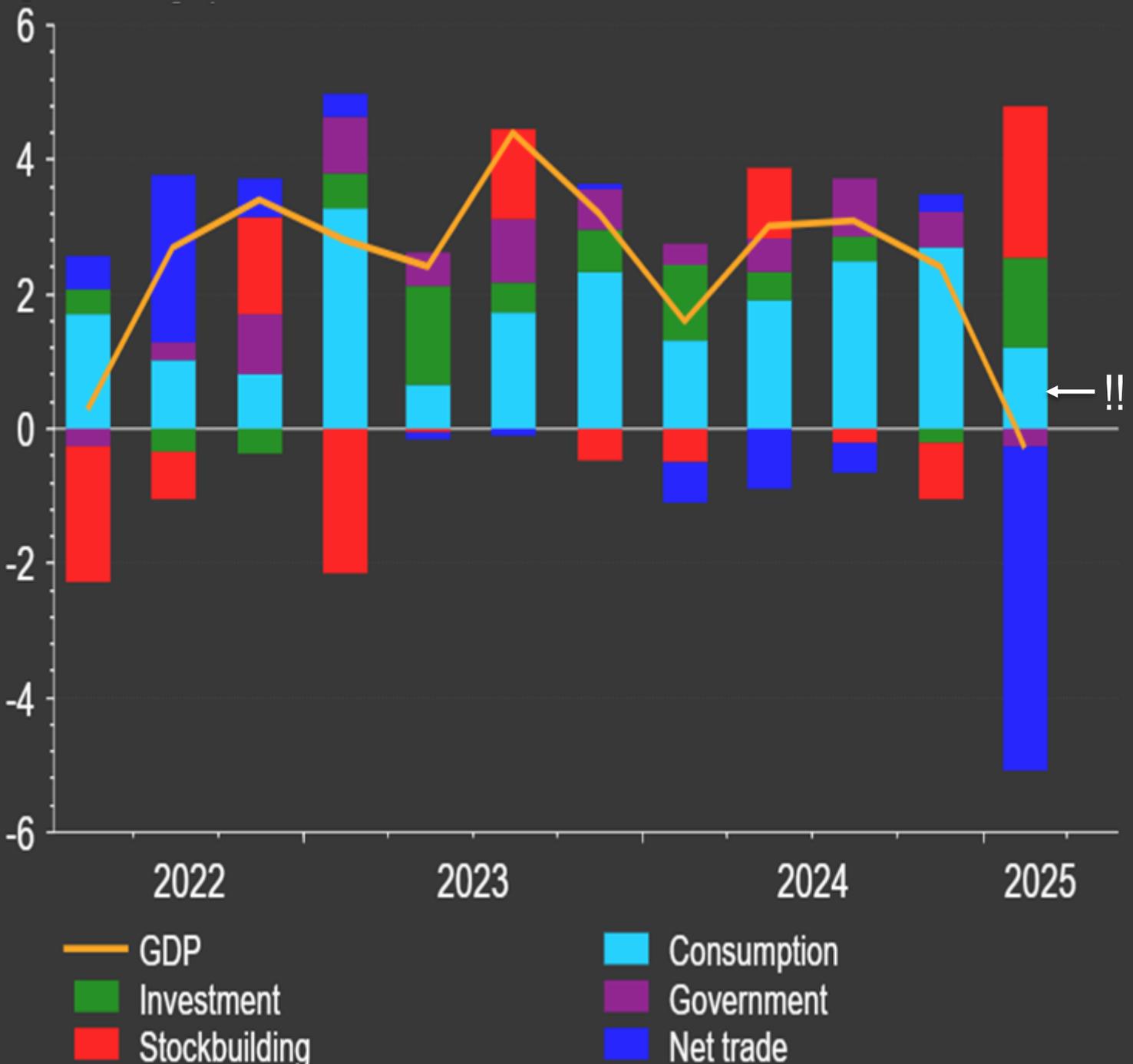


# ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Mayo de 2025

## US contributions to GDP growth

Percentage points

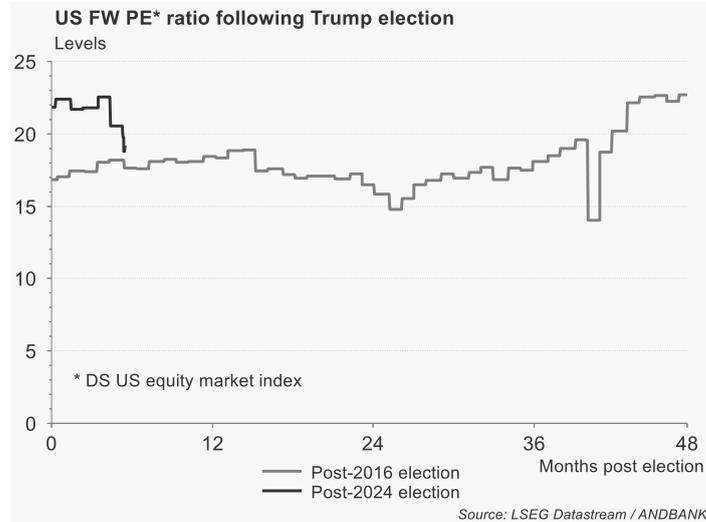


Source: LSEG Datastream / Fathom Consulting

## RESUMEN EJECUTIVO

### GRÁFICOS DEL MES

Esta vez, Trump es diferente



### 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	5.687	6.537	15,0%	OW
Europe - Stoxx Europe 600	536	582	8,5%	MW
Spain IBEX 35	13.465	13.200	-2,0%	UW
Mexico IPC GRAL	55.812	62.400	11,8%	OW
Brazil BOVESPA	135.134	140.250	3,8%	UW
Japan TOPIX	2.688	2.790	3,8%	OW
China SSE Comp. A share	3.436	3.163	-8,0%	UW
China Shenzhen Comp	1.916	1.989	3,8%	UW
India SENSEX	80.797	83.600	3,5%	OW
MSCI EM ASIA	620	692	11,7%	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	-0,6%	3,7%	4,31	4,75	0,8%
UK 10 year Gilt	1,5%	2,2%	4,48	4,75	2,3%
German 10 year BUND	0,9%	-0,4%	2,51	3,10	-2,2%
Japanese 10 year Govie	-1,1%	-1,0%	1,26	1,50	-0,7%
Spain - 10yr Gov bond	1,7%	0,2%	3,16	3,85	-2,4%
Italy - 10yr Gov bond	2,4%	0,6%	3,59	4,35	-2,5%
Portugal - 10yr Gov bond	1,7%	-0,7%	3,04	3,60	-1,4%
Ireland - 10yr Gov bond	1,5%	-0,9%	2,84	3,50	-2,4%
Greece - 10yr Gov bond	1,1%	-0,2%	3,32	4,10	-2,9%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,7%	1,7%	64,75	65	2,8%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	2,7%	4,5%	333,18	350	5,0%
Credit USD IG - CDX IG	0,7%	2,1%	64,40	75	4,8%
Credit USD HY - CDX HY	2,6%	5,0%	392,67	450	6,6%

### 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)	-9,8%	-29,9%	32,00	30,00	48,0%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	5,2%	15,11	25,00	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,9%	1,62	1,25	4,6%
India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	5,8%	6,32	5,75	10,9%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,1%	4,0%	2,46	2,25	4,2%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,4%	3,5%	6,84	5,75	15,5%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,5%	3,5%	2,48	2,75	0,3%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,1%	1,5%	1,50	2,50	-6,5%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	0,6%	6,26	5,00	16,3%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,5%	3,66	3,00	9,0%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,2%	2,05	1,75	4,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,3%	3,11	3,00	4,0%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,2%	12,0%	9,37	10,00	4,3%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	3,6%	6,52	6,75	4,7%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,0%	13,7%	14,05	14,75	8,5%
Brazil - 10yr Govie (USD)	0,6%	5,6%	6,68	7,50	0,2%

### 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)	-5,7%	-20,2%	57,4	65,00	13,3%
GOLD	11,0%	24,1%	3.312,7	2.400	-27,6%
EURUSD (price of 1 EUR)	4,0%	9,6%	1,13	1,05	-7,4%
GBPUSD (price of 1 GBP)	4,6%	6,4%	1,33	1,29	-3,1%
EURGBP (price of 1 EUR)	-0,5%	3,0%	0,85	0,81	-4,4%
USDCHF (price of 1 USD)	-4,3%	-9,3%	0,82	0,87	5,7%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,5%	-0,6%	0,93	0,91	-2,2%
USDJPY (price of 1 USD)	-2,6%	-8,4%	143,95	150,0	4,2%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,3%	0,3%	163,31	157,5	-3,6%
USDMXN (price of 1 USD)	-5,3%	-5,9%	19,59	21,00	7,2%
EURMXN (price of 1 EUR)	-1,4%	3,2%	22,22	22,05	-0,8%
USDBRL (price of 1 USD)	-4,3%	-8,4%	5,66	5,80	2,5%
EURBRL (price of 1 EUR)	-0,5%	0,2%	6,42	6,09	-5,1%
USDARS (price of 1 USD)	8,9%	13,6%	1.171	1.000	-14,6%
USDINR (price of 1 USD)	-1,8%	-1,5%	84,28	86	2,0%
CNY (price of 1 USD)	-0,5%	-0,4%	7,27	7,50	3,2%





# EE.UU.

## Los acontecimientos ocurridos en 2025 han sacudido la confianza en el excepcionalismo estadounidense

**Abril desafió las expectativas y resultó menos castigador de lo temido.**

A pesar de haber sido uno de los meses más volátiles y cargados de acontecimientos en la memoria reciente —marcado por una fuerte turbulencia e incertidumbre geopolítica—, los mercados bursátiles estadounidenses cerraron el mes prácticamente plano. Este comportamiento resume bien el carácter bipolar del entorno actual. Por un lado, abundan los riesgos: el dólar sigue claramente debilitado, y los giros radicales en la política económica durante los tres primeros meses del nuevo gobierno apuntan a tener efectos duraderos. A esto se suman la amenaza de congelaciones arbitrarias de activos, la pérdida de confianza en la supremacía de las grandes tecnológicas de EE. UU., el repliegue del país del escenario internacional, el riesgo de aranceles punitivos, la expansión fiscal fuera de EE. UU. y las crecientes dudas sobre la independencia de la Reserva Federal. Todos estos factores están erosionando el atractivo de los activos estadounidenses, llevando a muchos inversores a reducir exposición y buscar oportunidades en otros lugares. Pero también existe un posible giro de sentimiento: si Trump decide rebajar las tensiones comerciales, el optimismo podría regresar con fuerza, reactivando el apetito por el riesgo y dando impulso a los mercados. Esta dualidad —entre la aversión al riesgo y una esperanza renovada— mantiene a los inversores en un estado de incertidumbre total. Es una moneda al aire. En un entorno así, la prudencia no es solo recomendable: es indispensable.

**Los acontecimientos de 2025 han sacudido con fuerza la creencia en el excepcionalismo estadounidense.**

Durante décadas, el mercado estadounidense ha sido excepcional. El dólar ha dominado sin rival como moneda de liquidación y de reserva global para los bancos centrales. Los bonos del Tesoro han sido el activo refugio por excelencia. Y el mercado de renta variable estadounidense ha sido único al ofrecer plataformas para empresas capaces de mantener márgenes cuasi-monopólicos. Pero en 2025, un auténtico seísmo ha debilitado esa percepción: 26 de enero: Trump amenaza con congelar activos estadounidenses en manos del gobierno colombiano tras una disputa por deportaciones. La amenaza de incautaciones de activos pasa a ser real. 27 de enero: la herramienta DeepSeek se vuelve viral, cuestionando por primera vez la supremacía de los gigantes tecnológicos estadounidenses en inteligencia artificial. 28 de febrero: Trump y J.D. Vance retiran su apoyo a Zelensky, enviando al mundo el mensaje de que EE. UU. podría abandonar su paraguas de seguridad global y replegarse bajo una lógica de "Fort Monroe". 4 de marzo: Alemania se alinea con China bajo una nueva doctrina de expansión fiscal, lo que aumenta el atractivo a corto plazo de los activos de riesgo fuera de EE. UU. 2 de abril: Trump lanza una guerra comercial no contra aranceles específicos, sino contra el propio concepto del déficit comercial, con la intención de reequilibrar bilateralmente todas las cuentas de EE. UU., cueste lo que cueste. 17 de abril: Trump amenaza con despedir al presidente de la Reserva Federal, cuestionando frontalmente su independencia. Los pilares del dominio financiero estadounidense ya no parecen intocables.

**Factores que mueven el equity estadounidense**

**Presidente Trump (Negativo):** Trump sigue siendo una fuente clave de incertidumbre para los mercados. Aunque anunció una pausa de 90 días en la imposición de nuevos aranceles y una rebaja de tarifas en el sector tecnológico, no está claro si esto marca un punto de inflexión real.

**PIB (Negativo):** La publicación del PIB del primer trimestre de 2025 encendió todas las alarmas. Tras un sólido crecimiento del 2,4 % en el último trimestre de 2024, la economía estadounidense se contrajo un -0,3 % anualizado entre enero y marzo. Es la primera caída en tres años y plantea serias dudas sobre la estabilidad de la economía bajo las nuevas políticas.

**Resultados empresariales (Positivo):** Microsoft superó expectativas con ingresos de \$70.000 millones y beneficios de \$25.800 millones (+18 % interanual), gracias a la nube y la IA. Meta ingresó \$42.000 millones (+16 %) y obtuvo beneficios por \$16.640 millones (+35 %), impulsados por el alza de precios publicitarios. Anunció una inversión de ~\$70.000 millones en infraestructura. Apple registró ingresos de \$95.400 millones (+5 %) y beneficios de \$24.800 millones, destacando iCloud y la App Store. Anunció una recompra de acciones de \$100.000 millones. Amazon alcanzó \$155.000 millones en ingresos (+9 %) y \$14.000 millones de beneficio (+64 %), impulsado por AWS y publicidad. Alphabet obtuvo \$90.200 millones en ventas (+12 %) y beneficios de \$34.500 millones (+46 %), gracias a Google Cloud y la publicidad en YouTube.

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

Renta variable (S&P): NEUTRAL

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

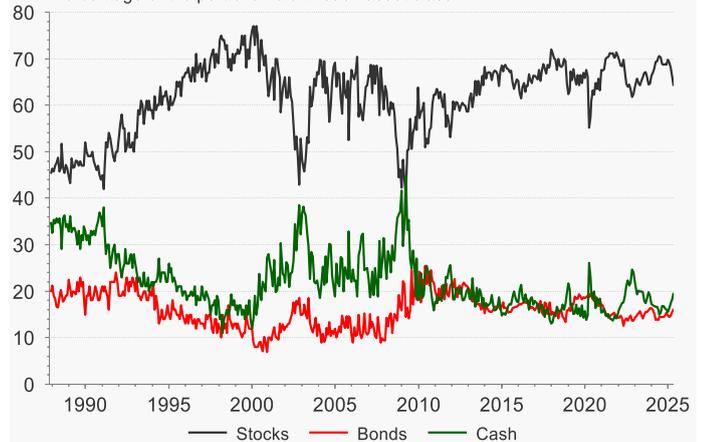
US price-to-earning ratio  
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Equity Yield S&P 500 UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# EUROPA

## El mercado europeo ante el pulso arancelario: resiliencia interna frente a incertidumbre global

Las represalias europeas a los aranceles estadounidenses han sido por ahora limitadas, aun siendo mucho lo que está en juego. Trump apunta al potente sector farmacéutico europeo, mientras que von der Leyen no descarta imponer aranceles a las importaciones de servicios estadounidenses. La suspensión de 90 días da la oportunidad de negociar, si bien, como señaló Macron, podría no bastar. Siguen aplicándose aranceles del 25% al acero, aluminio y automóviles y del 10% a otros bienes, lo que mantiene la incertidumbre. La cuestión energética no es nueva, pero el GNL estadounidense (que suele comprarse a granel) podría resultar fundamental en la delineación de un posible acuerdo.

### Factores macroeconómicos

**Factores alcistas.** 1) El mercado interior de la región (450 millones de consumidores) es un pilar fundamental, con el desempleo en mínimos históricos y la tasa de ahorro en un robusto 15%, muy por encima de la media pre-pandémica; 2) aunque la confianza en la eurozona se ha resentido ligeramente, las expectativas dependerán en gran medida del alcance y la magnitud de los aranceles, así como de eventuales medidas de represalia; 3) persiste la tendencia desinflacionaria gracias a la ralentización del crecimiento salarial y el abaratamiento de la energía.

**Factores bajistas.** 1) La imposición de mayores aranceles por EE.UU. podría lastrar el crecimiento europeo, afectando en particular a exportaciones equivalentes al 3% del PIB alemán, sobre todo del sector automovilístico; 2) el consumo de los hogares apenas está recuperándose pese a condiciones favorables como una mayor renta real, la solidez del empleo, tasas de ahorro elevadas y la confianza de los consumidores.

### Factores políticos

**Factores alcistas.** 1) Friedrich Merz bien podría ser elegido Canciller alemán a principios de mayo y se prevé una notable relajación de la política fiscal, cuyo alcance y calendario no están definidos, pero que debería impulsar la confianza empresarial y la inversión; 2) existe creciente voluntad política en la UE para elevar el gasto nacional en defensa al 1,5% del PIB (equivalente a 800.000 millones de EUR).

**Factores bajistas.** 1) Existe considerable incertidumbre sobre las intenciones de Trump, en particular sobre las relaciones entre EE.UU. y la UE y sobre el compromiso de EE.UU. con la OTAN; 2) la UE ha de abordar una apremiante agenda interna, empezando por la reducción de unas cargas regulatorias que, según Draghi, suponen un mayor reto para la competitividad europea que los aranceles; 3) las crecientes advertencias sobre el riesgo de guerra podrían inducir a hogares e inversores a primar el ahorro y los activos refugio sobre la inversión en capital productivo, lo que podría frenar el impulso económico.

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

#### Deuda pública

**Factores alcistas.** 1) Aún existe cierto margen para aumentar la relajación monetaria, en particular porque el estímulo fiscal difícilmente se materializará de inmediato; dado que el crecimiento podría superar las previsiones y la inflación seguir en niveles elevados cabe prever que el tipo de la facilidad de depósito acabará rondando el 2%; 2) los rendimientos de los bonos alemanes se han desacoplado recientemente de los estadounidenses y han reafirmado con ello su consideración de activo refugio, si bien probablemente volverán a converger una vez se establezcan las condiciones del mercado.

**Factores bajistas.** 1) El BCE podría pronto pasar de proponerse una política de «tipos significativamente menos restrictivos» a fijarse como objetivo niveles más próximos al tipo neutral (estimado en el rango del 1,75-2,25%), lo que implicaría menor margen para recortes adicionales de tipos; 2) se espera un notable incremento en la emisión de deuda por la expansión fiscal de Alemania para financiar un mayor gasto militar en toda la UE.

#### Deuda corporativa

**Factores alcistas.** 1) La reciente ampliación de los diferenciales augura revalorizaciones, a condición de que se evite una recesión; 2) pese a un leve deterioro, los fundamentos generales de los bonos corporativos se mantienen firmes; 3) las tasas de impago siguen en niveles históricamente bajos, lo que refuerza la confianza en este mercado.

**Factores bajistas.** 1) Las mayores tensiones comerciales lastran sectores sensibles a los aranceles como por ejemplo automoción y farmacia y a economías clave impulsadas por las exportaciones como la alemana; 2) la creciente inquietud por una posible recesión en Estados Unidos afecta a la confianza de los inversores en todos los mercados; 3) las tasas de impago en el segmento de alto rendimiento han empezado a repuntar, lo que indica cierta tensión incipiente.

**Diferenciales objetivo y posicionamiento.** Mantenemos los objetivos de diferencial en 65 pb para grado de inversión (IG) y 360-375 pb para alto rendimiento (HY). Con estos niveles, y considerando el entorno actual del mercado, recomendaríamos sobreponderar los sectores defensivos y bancos.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

### Resumen del mercado de renta variable

A finales del trimestre las perspectivas de la renta variable europea eran en líneas generales optimistas, apoyándose en las medidas de estímulo fiscal y en crecientes esperanzas en un acuerdo de paz en Ucrania, pero este escenario se desvaneció con rapidez. Los mercados reflejan cada vez más la incertidumbre derivada de la escalada de las tensiones arancelarias, al tiempo que los sectores refugio tradicionales no están brindando la protección esperada. Los niveles de valoración de la renta variable europea continúan siendo poco exigentes, lo que podría ayudar a amortiguar las caídas derivadas de las recientes perturbaciones geopolíticas y comerciales. Hasta ahora no ha habido cambios importantes en las previsiones de beneficios.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL  
 Deuda soberana (países centrales y periféricos):  
 - P. centrales: NEUTRAL-INFRA. (Bund, rend. obj.: 3-3,25%)  
 - P. perif.: INFRAPONDERAR (IT 4,35%; ES 3,85%; PT 3,6%; IR 3,5%; GR 4,10%)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (dif. obj.: 65 pb)  
 Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): NEUTRAL (dif. obj.: 375 pb)  
 Tipo cambio (EUR/USD): banda táctica: 1-1,10, banda estructural: 0,9-1,10.



# ESPAÑA

## El crecimiento aguanta bien pese a una coyuntura mundial desfavorable

### Evolución y perspectivas macroeconómicas

El Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó recientemente al alza su previsión de crecimiento de PIB para España en 2025 al 2,5%, una cifra que podría reflejar cierto optimismo sobre la marcha de la economía. De hecho, el FMI llama a la prudencia al advertir que su cifra podría pecar de excesiva debido a las tensiones comerciales que se registran a nivel mundial y a la inestabilidad política.

El FMI prevé una modesta desaceleración del crecimiento en años posteriores, con un aumento del PIB del 1,8% en 2026 y una estabilización en torno al 1,7% en los años siguientes. La previsión del FMI para 2025 del 2,5% coincide en líneas generales con el 2,6% previsto por el propio Gobierno español. Por su parte, la previsión ligeramente más optimista del Banco de España del 2,7% bien podría acabar revisándose a la baja tras la escalada en las tensiones arancelarias.

En el caso del empleo, el FMI prevé una tasa de desempleo a medio plazo próxima al 11%. Por lo que respecta a la inflación, tanto general como subyacente, la previsión es que continuará su trayectoria descendente y convergerá gradualmente hacia el objetivo del 2% a finales de año.

La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) también publicó su informe sobre los proyectos presupuestarios de las administraciones públicas (AA.PP.) para 2025. Pese al aumento de la incertidumbre, la AIReF mantiene una previsión de crecimiento del PIB para España del 2,5% para este año, optando por obviar el posible impacto de la «ofensiva de Washington». Sin embargo, su análisis preliminar indica que, de persistir las tensiones globales, el crecimiento español podría reducirse hasta en 0,5 pp ya en 2025.

Los últimos datos del IPC presentan un panorama desigual. El IPC general aumentó en el mes 0,1 pp, pero la tasa interanual cayó 0,7 pp y se situó en 2,3%, su nivel más bajo desde el pasado octubre, rompiendo una racha de cinco meses de subidas.

La deuda del conjunto de AA.PP. españolas ascendió en enero a 1,63 billones de EUR, lo que supone un aumento interanual del 2,8% y representa su segundo nivel registrado más alto. La cifra incluye un notable aumento de 50.900 millones de EUR en el último año.

En materia de costes laborales, el incremento medio del coste por trabajador (incluidos salarios y cotizaciones sociales) en el cuarto trimestre de 2024 fue del 3,6% respecto al mismo periodo de 2023 y se situó en 3.258 euros. Se trata del mayor incremento medio en un cuarto trimestre desde 2000 y prolonga la racha de 16 trimestres consecutivos al alza, aunque no se registraba una tasa tan baja desde el primer trimestre de 2021.

El índice de actividad del sector servicios prosiguió en marzo su expansión gracias al aumento en las carteras de nuevos pedidos, si bien su tasa de crecimiento se moderó. El índice de directores de compras (PMI) del Hamburg Commercial Bank (HCOB), un indicador clave de la evolución de la actividad económica, se situó en febrero en 54,7, reflejando continuidad en la expansión aunque a menor ritmo.

### Noticias políticas

Pedro Sánchez, el presidente del Gobierno, anunció un notable aumento del presupuesto de defensa del país que acabará situándolo en 2025 en el 2% del PIB como resultado de un gasto de inversión adicional de 10.470 millones de EUR. El plan pretende mejorar las condiciones operativas y el equipamiento de las Fuerzas Armadas, crear un «escudo digital» contra ciberataques y adquirir nuevos equipos de defensa y disuasión. Sánchez también concluyó una visita oficial a Vietnam, la primera de un presidente español, cuyo objetivo era profundizar en las relaciones políticas y promover el comercio y la inversión.

### Mercado de renta variable

Por lo que respecta al mercado bursátil, el selectivo del mercado de valores español (IBEX35), que tuvo un buen comportamiento en el primer trimestre de 2025, se sumó a la tendencia mundial general al experimentar recientemente una apreciable corrección. Esta parece deberse a la creciente preocupación por una posible ralentización económica que, en su caso, se debería más a factores de incertidumbre internacionales que a debilidades específicas de la economía española. El sector bancario, tras un fuerte primer trimestre en el que impulsó la revalorización del selectivo español, ha encabezado este mes las caídas del índice. Con un beneficio por acción (BPA) previsto para 2025 de 1.150, el índice cotiza ahora a una relación precio/beneficio (PER) de 10,86x, revirtiéndose con ello el repunte anterior del mercado apoyado en la expansión de los múltiplos de valoración.

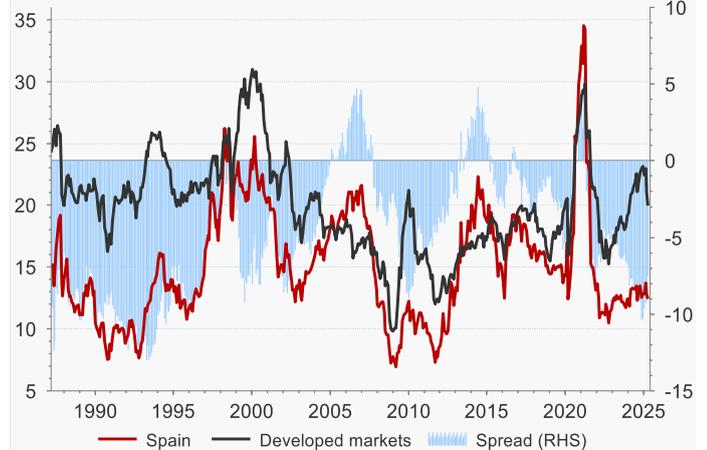
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono español a 10 años): UW (rendimiento objetivo: 3,85%)

**Spain price-to-earnings ratio**

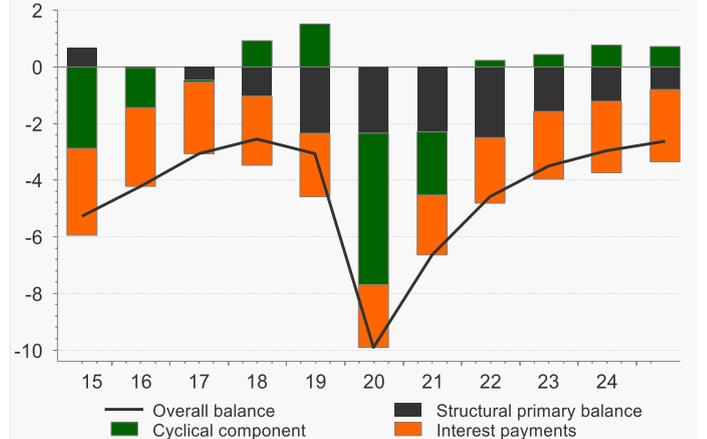
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

**Spain government budget balance breakdown**

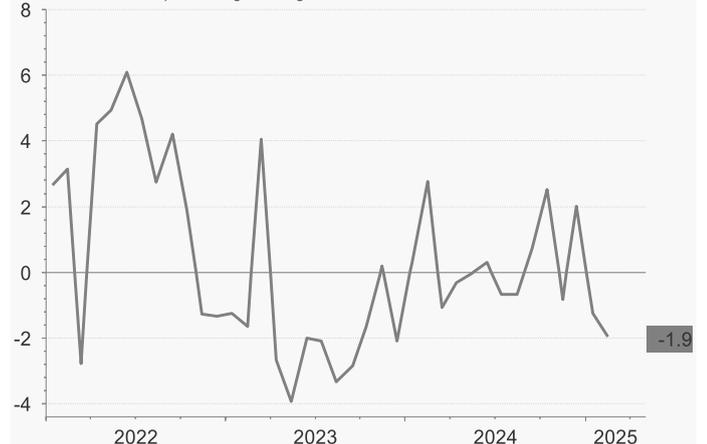
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

**Spain industrial production**

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



## CHINA

### Se impulsan públicamente las compras internas de activos chinos para defender el mercado. Las posibilidades de un impacto sostenido siguen siendo limitadas

#### Revisión a la baja del crecimiento previsto tras la escalada arancelaria de Trump

La particular guerra arancelaria del presidente de EE.UU. contra China está provocando nuevas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del PIB chino. Goldman Sachs redujo su previsión de PIB para 2025 del 4,5% al 4,0% para reflejar el efecto negativo (-2,2 pp) de unos aranceles del 125%. «Aranceles del 145% son prácticamente prohibitivos para los exportadores chinos a EE.UU., cuya capacidad de absorber más gravámenes es limitada». Citi también rebajó su previsión del 4,7% al 4,2%, reflejando un menor crecimiento (-1,5 pp, como mínimo). UBS se sumó a esta serie de revisiones a la baja del crecimiento chino con la previsión más pesimista de todas, ya que lo recorta del 4,0% al 3,4%. Los economistas de UBS estiman ahora que las exportaciones chinas a EE.UU. se reducirán a la tercera parte en los próximos trimestres y que el valor total de las exportaciones en dólares disminuirá un 10% este año. «El shock arancelario plantea retos sin precedentes al sector exportador y forzará ajustes importantes en la economía china». Por lo que respecta a las medidas del Banco Popular de China (PBoC), Goldman prevé ahora un recorte de tipos de interés de 60 pb (frente a los 40 pb que preveía con anterioridad) y un mayor déficit fiscal, elevando su previsión del 13,8% al 14,5% del PIB.

**Los aranceles afectarán a millones de trabajadores chinos y asestarán un nuevo golpe a la economía.** Una consultora francesa ha registrado en los dos últimos meses una caída en las ofertas de empleo del 30% interanual. Además, un indicador de planes de contratación futura también cayó a su nivel más bajo de los últimos seis meses, ya que en ausencia de certezas económicas las empresas retraen la contratación.

**La exención temporal a algunos productos electrónicos impulsó a varias grandes empresas chinas, bien que menos de lo esperado.** La noticia de la exención temporal a *chips*, teléfonos y productos electrónicos impulsó a grandes empresas como Alibaba y Baidu. Ahora bien, dado que las exenciones arancelarias anunciadas por la Casa Blanca en el fin de semana del 12 de abril sólo alcanzan a parte de la cadena de suministros electrónicos de China, son numerosas las empresas de electrónica más pequeñas que no pueden acogerse a ellas, como señaló el *South China Morning Post*, que añadió que EE.UU. eleva la incertidumbre al advertir que podría lanzar nuevos aranceles sectoriales dirigidos a la industria. Un académico calificó la lista de exenciones de «muy arbitraria».

Dicho esto, Pekín no desaprovechó la oportunidad de enviar señales a Washington: el Ministerio de Comercio afirmó que la decisión de eximir de aranceles a ciertos productos de alta tecnología era un pequeño paso para corregir el «erróneo enfoque unilateral» de EE.UU., al que instó a dar un «gran paso» y abolir por completo su «errónea medida» y «volver a resolver las diferencias mediante el diálogo».

**El sector exterior se anticipó a los aranceles con unas exportaciones exageradas en marzo, que crearon una falsa sensación de prosperidad.** La confianza encontró justificación en unos datos comerciales y crediticios mejores de lo esperado, aunque es casi seguro que en el primer caso se produjo un considerable adelanto de exportaciones. Las exportaciones chinas aumentaron en marzo un 12,4% interanual, superando con creces la previsión del 4,6% y el 2,3% de enero-febrero, al apresurarse las fábricas a enviar la mayor cantidad posible de productos antes de que el incremento de aranceles estadounidenses entrara en vigor. Este crecimiento de las exportaciones en marzo llevó la balanza comercial a los 102.600 millones de USD en tan solo un mes (frente a un consenso de 74.700 millones de USD y de 170.500 millones de USD para el conjunto de enero y febrero). Por otro lado, la concesión de crédito también se adelantó en marzo, con más préstamos bancarios de lo esperado. Según el PBoC, los nuevos préstamos en yuanes alcanzaron los 3,64 billones de CNY (medio billón de dólares) el mes pasado, cuando se esperaban 3 billones de CNY. El préstamo a particulares aumentó en 985.300 millones de CNY, cuando en febrero el volumen prestado fue de 389.100 millones. La financiación social total aumentó al 8,4% en febrero gracias a la aceleración de la emisión de deuda pública, lo que contribuyó a sostener el crecimiento.

**China adopta represalias comerciales: eleva al 125% los aranceles sobre todos los productos de EE.UU. y ataca con agresividad a Hollywood.** China elevará del 84% al 125% los aranceles sobre los productos de EE.UU. con efectos a partir del 12 de abril (sábado) y afirmó que haría caso omiso de cualesquiera subidas arancelarias adicionales sobre productos chinos por parte de EE.UU. dado que resultaba ya imposible exportar de EE.UU. a China con el régimen arancelario vigente. China también dijo que limitaría las películas de Hollywood a medida que se deteriorasen las relaciones, reduciendo moderadamente el número de películas autorizadas en el país. La medida asesta un duro golpe a los estudios occidentales: la cotización de las acciones de Walt Disney Co, Paramount Global y Warner Bros Discovery Inc sufrió una corrección de inmediato. «Godzilla x Kong: El nuevo imperio» fue la película estadounidense más taquillera estrenada en 2024 en China, donde recaudó 132 millones de USD de un total mundial de 572 millones de USD.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



Las películas estadounidenses proyectadas en China alcanzaron un pico de 60 en 2018 y desde entonces la cifra no ha dejado de disminuir, según datos del servicio de venta de entradas chino.

**Los inversores estatales chinos protegen de los aranceles al mercado.** Las entradas netas en fondos de renta variable cotizados (ETF) chinos ascendieron la semana pasada a casi 24.000 millones de USD, estableciendo un nuevo récord. La mayor parte de las compras se produjeron el lunes y el martes, con algunas salidas netas en la segunda mitad de la semana. El grueso de compras se dirigió a ETFs conocidos por ser los favoritos del «equipo nacional» de inversores, si bien una parte de las compras podría estar vinculada a inversores minoristas.

**El presidente Xi pide a Vietnam oponerse juntos al «acoso unilateral».** Xi Jinping pidió a Hanói, al iniciar su gira por tres países del Sudeste Asiático para reforzar lazos con países vecinos, oponerse conjuntamente al «acoso unilateral» de que eran objeto con miras a mantener la estabilidad del libre comercio mundial y las cadenas de suministro. China y Vietnam firmaron un total de 45 acuerdos que abarcaban una amplia gama de asuntos.

#### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



# JAPÓN

## Tokio aprieta: nueva ofensiva regulatoria en favor del accionista.

### Gobernanza: la TSE exigirá mejorar las relaciones con los inversores

La comisión rectora de la Bolsa de Valores de Tokio (TSE) adoptará este mismo verano una norma por la que exigirá a las empresas cotizadas contar con un sistema dirigido a mejorar las relaciones con los inversores, en la confianza de que fomentará el diálogo y la cotización de las acciones en el medio y largo plazo. La reforma, sin especificar requisitos detallados, se propone que las empresas interactúen más con los inversores, por ejemplo celebrando sesiones informativas periódicas y publicando en línea materiales al respecto.

### Creación de una comisión para las negociaciones comerciales con EE.UU., en las que se tratará también del tipo de cambio

El primer ministro Shigeru Ishiba ha constituido un grupo de trabajo para supervisar las negociaciones con EE.UU. encabezado por Ryosei Akazawa, ministro de Economía y su estrecho colaborador, quien podría visitar Washington la próxima semana. Si bien poco ha trascendido sobre la estrategia de negociación de Tokio con Washington, el hecho es que han comenzado presiones políticas para que el gobierno tome medidas que mitiguen el impacto económico de los aranceles estadounidenses. El ministro de Finanzas, Katsunobu Kato, reconoció que las negociaciones comerciales con EE.UU. podrían incluir el tipo de cambio del yen, dada la creciente atención de los mercados a la posibilidad de que EE.UU. presione a Japón para corregir su depreciación.

### Solicitud de un presupuesto suplementario de medidas de estímulo

En lo que constituye la primera señal del comité ejecutivo, el secretario general del PLD, Moriyama, solicitó un presupuesto suplementario para el año fiscal 2025. Añadió que no quería financiarlo con déficit y se mostró escéptico sobre la eficacia de ayudas en forma de dinero, argumentando que medidas similares anteriores habían acabado fomentando el ahorro de los hogares en lugar de inducir un mayor gasto de consumo. Según Kyodo, Ishiba podría ordenar esta misma semana elaborar un presupuesto que aliviase el efecto de los aranceles y del mayor coste de la vida.

### Conversaciones tras confirmar el Ministro de Economía que abordaría la cuestión del tipo de cambio con Bessent, Secretario del Tesoro de EE.UU.

El responsable de políticas del PLD, Itsunori Onodera, abogó en un programa de la NHK por un yen más fuerte para contrarrestar el mayor coste de la vida y añadió, antes de las conversaciones comerciales de esta semana, que Japón no debería vender sin más sus tenencias de bonos estadounidenses en represalia por los aranceles de Trump.

### Renta variable: los aranceles afectarían al 6%-10% de los beneficios

Nikkei analizó las estimaciones de equipos de estrategias de inversión sobre el impacto que tendrían los aranceles en los beneficios empresariales. Goldman Sachs rebajó sus perspectivas de beneficios de este año para la renta variable asiática, recortándolas en un 10% para Japón y Taiwán, y señaló que la japonesa sería la más expuesta por cuanto los aranceles se sumarían a su prevista revisión del tipo de cambio de 155 a 145 yenes por dólar. Aun así mantuvo la recomendación de sobreponderar la renta variable de Japón, China continental y Hong Kong. MUFG estimó que el impacto conjunto en los beneficios no superaría el 8%. Por su parte, Okasan Securities lo fijó en un 6,5% de los beneficios del TSE Prime Market en el ejercicio de 2025.

### Noticias de empresas y análisis microeconómico

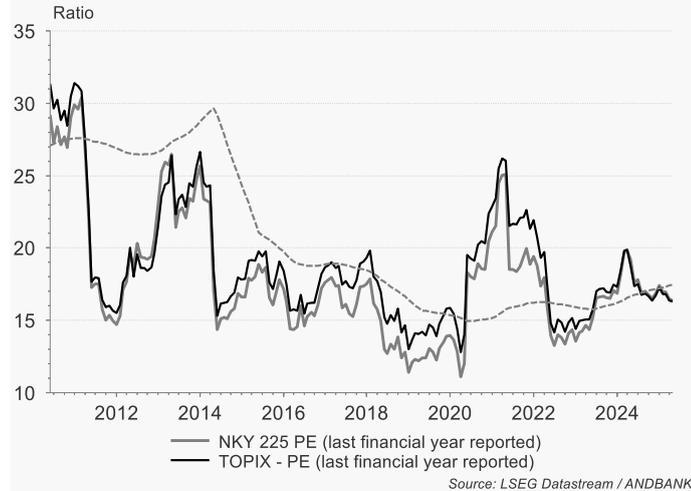
*Mitsubishi congela el envío de automóviles a concesionarios estadounidenses.* La unidad norteamericana anunció, tras anunciar el gobierno de Trump la imposición de un arancel adicional del 25% a la importación de automóviles, que detendría las remesas y quedaría a la espera de la evolución de los acontecimientos. Mitsubishi, que no tiene fábricas en EE.UU., retendrá en los puertos estadounidenses todos los coches en ruta hasta conocer los detalles de los aranceles y las próximas medidas de política. Los concesionarios en EE.UU. cuentan, en principio, con inventario suficiente.

*Trump renueva su oposición a la venta de US Steel a Nippon Steel.* Trump ordenó otro examen de la comisión responsable de autorizar las inversiones extranjeras en Estados Unidos (CFIUS) con idea de determinar mejor «si procedería adoptar nuevas medidas» o si el acuerdo propuesto «basta para mitigar cualquier riesgo para la seguridad nacional».

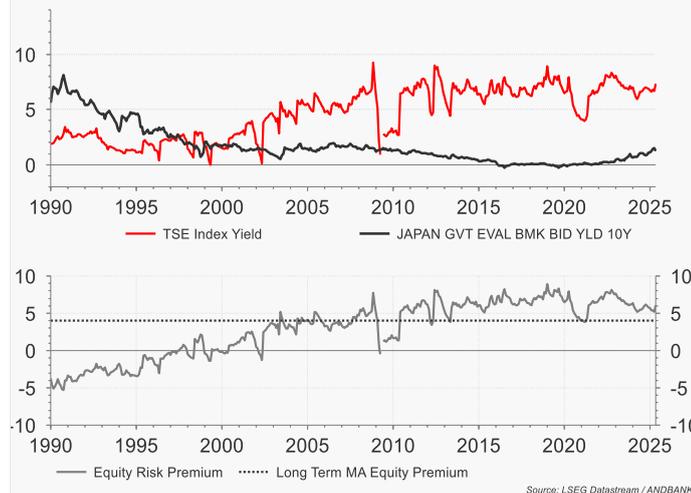
### Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,5%)  
 Tipo de cambio (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 150)

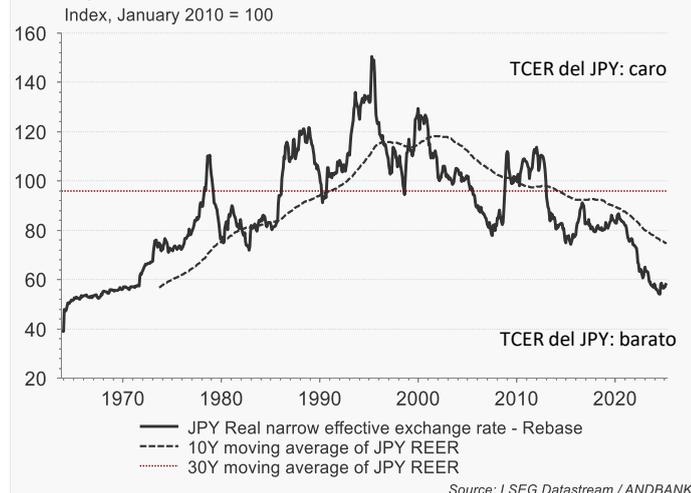
Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER





## INDIA

### El impacto de los aranceles sería limitado al depender el 80% de su crecimiento económico de la demanda interna

Los mercados indios serían un puerto relativamente seguro durante la tormenta arancelaria, con expectativas de firma de un acuerdo comercial antes de 90 días

**Renta variable.** El temor a las consecuencias que la guerra comercial de Trump tendrá en los mercados mundiales ha redirigido la atención de los inversores hacia los activos indios, que cabe considerar algo más seguros. Los analistas remiten a varios indicadores, uno de ellos el deterioro mínimo sufrido por los índices bursátiles indios. El seguimiento de índices sectoriales y regionales de MSCI Inc refleja que, desde la debacle arancelaria del 2 de abril, las acciones indias han caído alrededor de la mitad que sus homólogas asiáticas. Cuando el Hang Seng, índice de referencia de Hong Kong, se hundió un 13% y el Nikkei japonés lo hizo casi un 8% el 7 de abril, la caída del Sensex japonés no llegó al 3%. Al igual que China, India tiene la ventaja de contar con una vasta economía interna que, pese a la insuficiente demanda, mantiene el impulso. Pero Bombay, a diferencia de Pekín, que se enfrentó a Washington al adoptar represalias arancelarias del 125%, buscó de inmediato contemporizar con EE.UU. En New Delhi corre el rumor que la India podría firmar un acuerdo comercial provisional con EE.UU. antes de tres meses.

**Renta fija.** El mercado de valores de deuda de India también ha desafiado la tendencia mundial a sufrir episodios de venta. El rendimiento del bono de referencia indio a 10 años cayó 4 pb después de que el Banco de Reserva de la India (RBI) redujera los tipos de interés y adoptase un sesgo de acomodación. Por comparación, el rendimiento del bono estadounidense con el mismo vencimiento, universalmente tenido por un refugio seguro, aumentó nada menos que 22 pb al entrar en vigor las subidas arancelarias generalizadas impuestas por Trump. Los analistas prevén nuevos descensos en los rendimientos de los bonos indios, lo que disminuirá el coste de endeudamiento y ayudará a la economía india a capear la tormenta comercial.

### La repercusión de los aranceles será menor en India. El abaratamiento de las materias primas mejora además sus ventajas comparativas

El 80% del crecimiento indio depende de la demanda interna y, de las exportaciones, una gran parte lo son de servicios, que no están sujetos a aranceles. Pamela Coke-Hamilton, directora del International Trade Centre, una agencia conjunta de la Organización Mundial del Comercio (OMC/WTO), advirtió que el comercio mundial podría contraerse un 3% por alteraciones de largo plazo en los patrones comerciales. Incluso en este caso, apuntó, la India podría salir «ligeramente beneficiada».

En un entorno como el presente es típico inquietarse por el crecimiento mundial y por el hundimiento de los precios de las materias primas, lo que explicaría la presión que sufren sus exportadores, ya se consideren países emergentes o desarrollados, como sucede con Australia, Noruega, Sudáfrica, Brasil y Colombia. Pero esto mismo realiza una de las ventajas de diversificación que ofrece la India como gran importador de materias primas. La preocupación por la retracción generalizada del comercio mundial y, con ello, de los precios de materias primas permite a países como India lucir sus ventajas comparativas, sobre todo si su dinámica interna se mantiene firme.

### La política monetaria y otros factores continúan siendo favorables

La inflación se ralentiza, posibilitando bajadas de tipos de interés. El hundimiento de los precios de materias primas beneficia a la balanza comercial de la India y potencia la desinflación, por lo que el RBI pondrá menos reparos a una postura de acomodación. Por nuestra parte hemos pasado de esperar recortes de 50 pb en este ciclo a que sean al menos 100 pb, lo que permitiría a los rendimientos caer desde el 6,5% actual al entorno del 5% y pico. Los demás factores se mantienen; en concreto, la disciplina fiscal y una ponderación relativamente baja de la renta variable india en las carteras de inversión aun tras su inclusión en varios índices de mercados emergentes (esperándose más, como en el índice FTSE EM a partir de septiembre de 2025, y con el proceso de inclusión en Bloomberg's EM en marcha).

### «Hecho en India» constituye una alternativa a fabricar en China

Esto quedó claro hace poco, cuando los teléfonos móviles se convirtieron por valor en la primera exportación de la India, adelantando a partidas tradicionales como productos petrolíferos y diamantes. La exportación de móviles desde India, encabezada por Apple y Samsung, marcó nuevos máximos al superar los 23.000 millones de USD en el ejercicio 2024-25. La voluntad de India de priorizar las negociaciones comerciales bilaterales con EE.UU., el Reino Unido y la UE probablemente generará nuevas oportunidades.

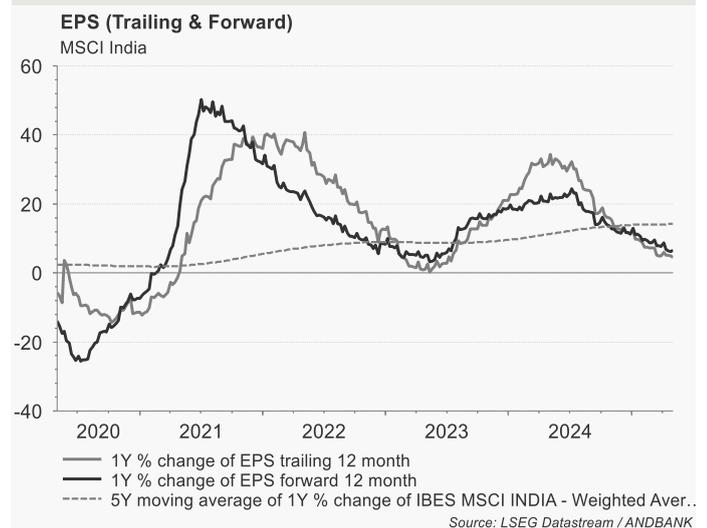
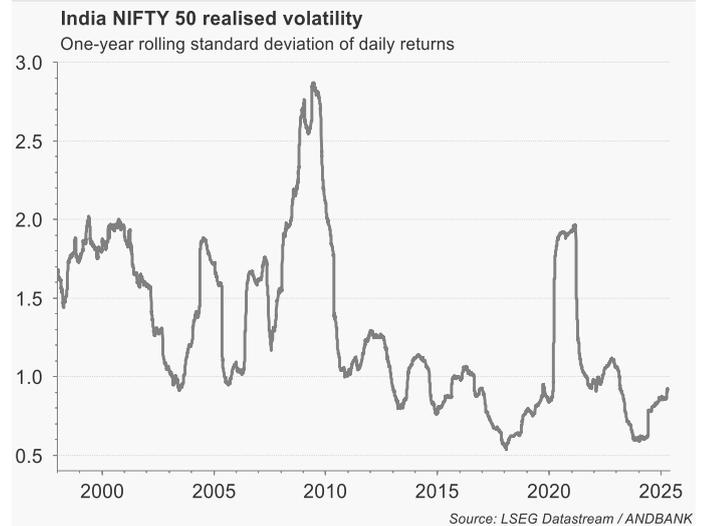
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (cotización objetivo: 84.000 p.)

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

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 86)





# ISRAEL

## Superado el obstáculo de los presupuestos, normalizar relaciones con Arabia Saudita podría ser otro catalizador

### Panorama económico

El panorama económico israelí estuvo marcado en abril por la aprobación por la Knesset de los presupuestos del Estado, dotados con 756.000 millones de NIS, una medida que era crucial para mantener la estabilidad de la coalición de gobierno del primer ministro Netanyahu y evitar convocar elecciones anticipadas. El presupuesto asigna importantes fondos al sector militar y de defensa en el marco del conflicto en Gaza. También aprueba subidas de impuestos y recortes del gasto para afrontar el déficit fiscal previsto del 4,9% del PIB. No han faltado críticas por priorizar el gasto militar y asignaciones a las facciones ultra-ortodoxa y nacionalista, posiblemente a costa de sectores vitales como educación y sanidad. Amir Yaron, gobernador del Banco de Israel, manifestó su preocupación por el hecho de que los presupuestos no incluyeran medidas suficientes para reducir la ratio deuda/PIB e hizo hincapié en la necesidad de resiliencia fiscal mientras el país siguiera en guerra.

Por lo que respecta a la inflación, el IPC se mantuvo inalterado en marzo, cuando se esperaba un aumento mensual de 0,2-0,3 pp. Esto permitió que la inflación interanual bajase al 3,4% y se aproximase al tope superior de la banda objetivo del Banco de Israel (+3%). En consecuencia, el banco central mantuvo por octava sesión consecutiva el tipo de interés de referencia en 4,5%. El Banco de Israel también revisó al alza su previsión de crecimiento del PIB para 2025 del 3,8% al 4%. Por su parte, la OCDE estima un crecimiento del PIB del 3,4% para 2025 y del 5,5%, más optimista, para 2026. Si bien esta previsión es algo inferior a la del Banco de Israel, supone con todo que la economía israelí crecerá por encima de la media mundial. La OCDE insistió en la necesidad de reformas estructurales para abordar brechas socioeconómicas, elevar la tasa de actividad entre ultra-ortodoxos y mujeres árabes y reducir el alto coste de la vida.

### Renta fija

La pendiente de la curva de tipos-plazos de los valores de deuda pública israelí aumentó en abril. Los rendimientos de los bonos con vencimientos a largo plazo se incrementaron notablemente más que los de corto plazo, una indicación de que la prima de rentabilidad exigida por los inversores es mayor para los primeros que para los segundos. Como factores que contribuyeron a su empujamiento cabe mencionar el mayor endeudamiento público para financiar el gasto relacionado con la guerra, la mayor emisión de bonos y la preocupación por la sostenibilidad de las políticas fiscales recogidas en los presupuestos del Estado. A esto se suma que los inversores extranjeros han estado reduciendo sus tenencias de bonos del Estado israelí, lo que ha presionado al alza los rendimientos.

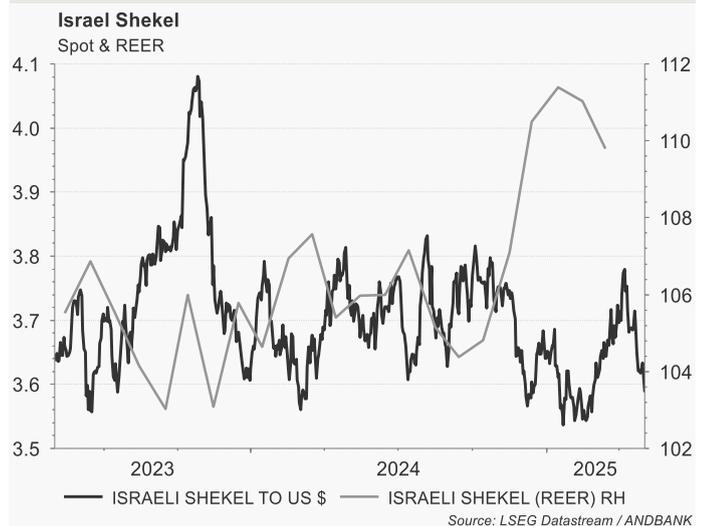
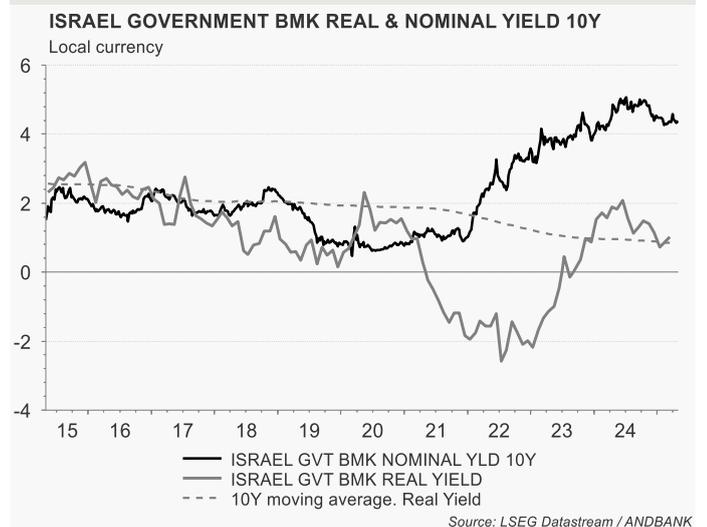
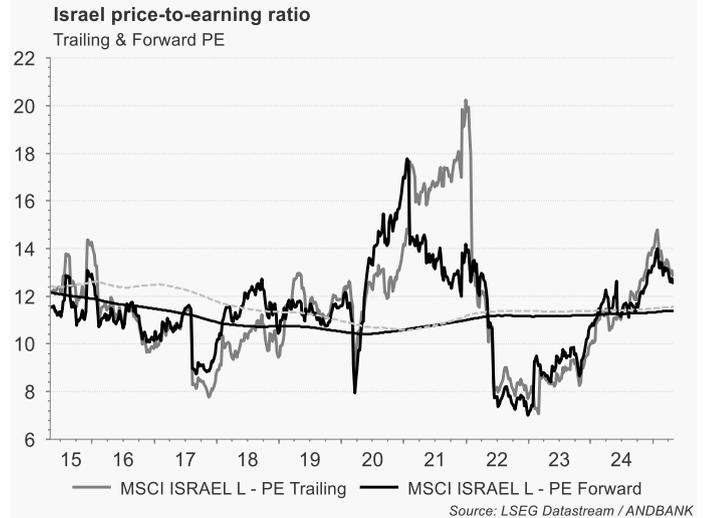
### Renta variable

El índice Tel Aviv 125 se dejó casi un 2% en abril. Pese al descenso mensual el índice ha exhibido capacidad de aguante en lo que va de año, anotándose una revalorización del 3,8%. El sector bancario ha destacado en rentabilidad, con apreciaciones de las acciones de grandes bancos como Hapoalim, Leumi y Discount Bank gracias a unos resultados financieros robustos y la mayor confianza inversora. El sector aeroespacial y de defensa también tuvo un buen comportamiento, beneficiándose de la mayor demanda mundial de sistemas defensivos empresas como Elbit Systems. En cambio, el sector inmobiliario se enfrentó a contratiempos, experimentando empresas como Azrieli y Amot Investments caídas en su cotización al desacelerarse el mercado inmobiliario por efecto del aumento de los tipos de interés y las presiones inflacionistas. En suma, que pese a las tensiones geopolíticas y las incertidumbres económicas la Bolsa israelí ha exhibido firmeza gracias al buen comportamiento de sectores clave y al continuado interés de los inversores.

Los múltiplos de valoración actuales indicarían que el mercado bursátil israelí cotiza a niveles razonablemente ajustados, pero la creciente probabilidad de un acuerdo de paz con Arabia Saudita podría con todo imprimirle un impulso importante. La normalización de relaciones con Arabia Saudita, un país que ocupa un lugar central en el Golfo y en los mundos árabe y musulmán, podría reportar beneficios económicos sustanciales a Israel (acceso al mercado saudí, más entradas de IED y un aumento de la estabilidad regional que potenciaría el turismo dirigido hacia el país).

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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





# BRASIL

## Tiempos difíciles para la economía entre los aranceles que quiere imponer EE.UU. y las presiones internas

### Brasil y los aranceles estadounidenses

Brasil se enfrenta a retos económicos crecientes debido a factores tanto internos como externos. La reciente imposición de aranceles a las exportaciones brasileñas ha añadido considerable presión a perspectivas económicas ya de por sí frágiles. En una medida que pone en riesgo unos 4.000 millones de USD en exportaciones, EE.UU. ha aplicado aranceles del 25% al acero y el aluminio procedentes de Brasil, ambos sectores clave para la base industrial del país. El Gobierno brasileño busca dialogar con representantes estadounidenses para mitigar el impacto de los aranceles, haciendo hincapié en que en una guerra comercial nadie sale ganando. La Secretaria de Comercio Exterior, Tatiana Prazeres, reiteró en un evento del Consejo Empresarial Brasil-China el compromiso del país con el multilateralismo y el comercio basado en normas. Destacó la importancia de diversificar las exportaciones potenciando el comercio con la Unión Europea y finalizando las negociaciones con la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). También señaló que Brasil podría aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en las cadenas de suministro mundiales, como ya sucedió cuando las exportaciones de soja brasileña a China aumentaron durante las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Sin embargo, advirtió que las medidas comerciales caóticas y unilaterales corren el riesgo de socavar la estabilidad económica mundial y el buen orden del comercio mundial.

Brasil procura al mismo tiempo reforzar sus lazos regionales en Latinoamérica. En una cumbre de la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC) celebrada recientemente en Honduras dedicada a estrategias para contrarrestar los efectos de los aranceles y deportaciones estadounidenses, que han generado tensiones económicas y sociales en toda la región, los delegados insistieron en la necesidad de la coordinación regional ante las perturbaciones del comercio mundial. Muchos países cuentan con una exención temporal de los aranceles (China es la única excepción), pero la preocupación por la estabilidad comercial a largo plazo persiste. Claudia Sheinbaum, la presidenta de México, y Lula da Silva destacaron la importancia de la solidaridad y unidad regionales.

### Evolución de la inflación y tasa de aprobación de Lula

Brasil afronta una inflación persistente que inquieta a los responsables de las políticas y a la opinión pública. Aunque se redujo ligeramente en marzo (+0,52%, frente al +1,31% en febrero), la tasa interanual sigue siendo elevada, impulsada por las continuas subidas de precios de alimentos y energía. El Banco Central de Brasil (BCB) está muy atento a las presiones inflacionistas y podría considerar subir los tipos de interés (actualmente en el 14,25%) ante la inestabilidad mundial y los efectos de las tensiones comerciales sobre la inflación. Las expectativas de inflación continúan en el extremo superior del rango objetivo oficial del BCB (3% ± 1,5 pp), lo que no deja de preocupar a los economistas.

La insatisfacción de la opinión pública con el Gobierno va de la mano de la inquietud que suscita la situación económica. La desaprobación del presidente Lula es la mayor de sus tres mandatos: según un sondeo de Quaest, el 56% de los brasileños desaprueba su gestión, lo que supone un fuerte aumento sobre el 49% de principios de año. La mayor desaprobación está estrechamente ligada a la elevada inflación y a sus repercusiones en el coste de la vida, especialmente vía alimentos y combustibles, necesidades básicas de los votantes. Incluso en el bastión de Lula, el nordeste del país, aparecen señales de descontento, y las medidas dirigidas a mejorar su popularidad (como eximir del impuesto sobre la renta a los brasileños con menos ingresos y reducir los derechos de aduana para abatir la inflación alimentaria) no logran corregir el malestar popular. Los analistas apuntan la creciente percepción de que el gobierno no logra controlar la narrativa económica, ya que la inflación y la incertidumbre relacionada con el comercio siguen encabezando los motivos de preocupación de la población.

En resumen, Brasil atraviesa por un momento delicado. El gobierno, ante perturbaciones externas asociadas a la política comercial de EE.UU. e insatisfacción interna por el estado de la economía, se enfrenta a la difícil tarea de mantener la estabilidad y restaurar la confianza de la población. Los próximos meses, en que recurrirá a la diplomacia, tratará de controlar la inflación y aplicará políticas públicas de estabilización, serán cruciales.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: SOBREPOND. (dif. obj.: 1.000 pb; rend. obj.: 14,75%)

Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.: 275 pb; rend. obj.: 7,5%)

Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 5,80)

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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

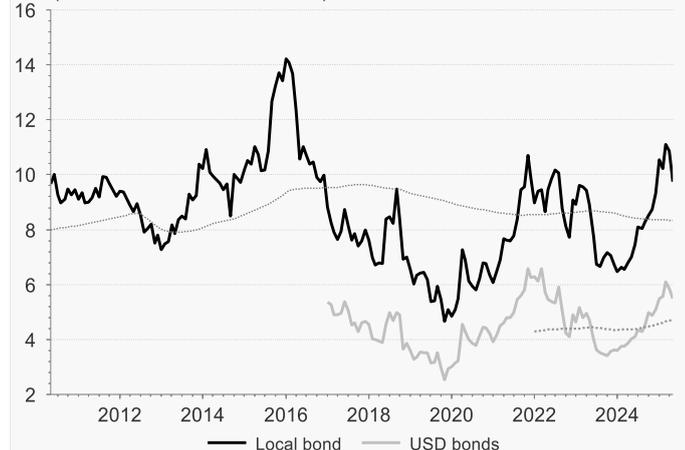
**Brazil equities (USD), 2008 vs 2020**



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

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

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



# MÉXICO

## Está sorteando bien la ofensiva arancelaria de EE.UU., pero se enfrenta a una mayor incertidumbre política

### Política monetaria

Dada la composición actual de la Junta de gobierno del Banco de México (Banxico) y sus decisiones recientes es probable que en la próxima reunión de mayo se instrumente otra bajada de tipos de 50 pb. Pensábamos que Banxico había actuado de forma preventiva, saliéndose del alcance de su mandato único al anticipar una ralentización del crecimiento económico. Una vez que esta desaceleración se ha materializado entre finales de 2024 y principios de 2025, nuestra impresión se ha afianzado. La justificación de futuros recortes sigue estando en un tipo de interés real *ex ante* todavía restrictivo. Pese a la revisión al alza de las previsiones de inflación subyacente, la tendencia sigue siendo a la baja, con una eventual convergencia con el objetivo de largo plazo a principios de 2026. El mercado ya prevé recortes de tipos de entre 150 y 175 puntos básicos para el resto del año, con lo que el tipo de interés oficial probablemente cerraría el año entre 7,25% y 7,50%.

### Actividad económica e inflación

El PIB de México se contrajo en el cuarto trimestre de 2024, marcando su primer trimestre en negativo desde 2021. La desaceleración económica, por el debilitamiento del consumo y la pausa de la inversión en el segundo trimestre, se agravó por el débil crecimiento de las exportaciones. Algo que en parte respondió a que el sector privado se apresuró con las exportaciones en previsión de la investidura de Trump. En lo que llevamos de 2025 ha persistido la debilidad, con una caída de la producción industrial del 2,8% interanual en enero. La inflación general se elevó en marzo al 3,80% interanual, impulsada por el repunte de componentes no subyacentes que se habían situado en mínimos de varios años, al tiempo que la subyacente se mantuvo en torno al 3,65% interanual. Si bien la inflación del sector servicios se resiste a bajar, los últimos datos mensuales sugieren un cambio de dinámica al haberse registrado un repunte en la inflación de los bienes.

### Política económica

Tras haber eludido los titulares en pleno ruido mediático sobre la ofensiva arancelaria y comercial de EE.UU., la atención está redirigiéndose hacia las elecciones en junio para cubrir la mitad de las sedes judiciales federales y locales. Es un resultado de la reforma del poder judicial, un cambio constitucional que ha modificado no poco la percepción que se tenía del Estado de Derecho en México. Ahora resurge como un posible contratiempo para la visión que tenía la presidenta Sheinbaum de un nuevo auge de la externalización de la producción a países vecinos (*nearshoring*), sobre todo al ir tornándose el entorno en este segundo mandato de Trump relativamente favorable a México. El arancel del 25% «por el fantanilo» sigue aplicándose a las exportaciones mexicanas no comprendidas en el alcance del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC/USMCA), que son aproximadamente la mitad del total de las dirigidas a EE.UU.; con todo, el tipo del arancel podría reducirse al 10-12% en función del progreso de México en materia de seguridad y migración. Por ahora México no afronta «aranceles recíprocos» y Trump sigue elogiando el liderazgo de Sheinbaum y el resultado de las negociaciones bilaterales.

### Mercados financieros

**Renta variable.** Seguimos siendo optimistas sobre la renta variable mexicana. Los niveles de valoración del mercado reflejan un descuento significativo, no solo frente a homólogos internacionales, sino también respecto a sus propias medias históricas. En concreto, el principal índice bursátil de México (IPC) cotiza, medido por el ratio EV/EBITDA, con un descuento de casi el 15% respecto a 2023 y un 21% por debajo de su media de los últimos tres años. Nuestra cotización objetivo del índice a 12 meses, para una relación precio/beneficios (PER) de 14 veces y un crecimiento estimado de los beneficios en torno al 11%, se sitúa por encima de los 60.000 puntos. El entorno ha mejorado para los activos mexicanos, explicándose gran parte de la caída anterior al temor a que México fuera el gran perdedor de la política comercial de Trump.

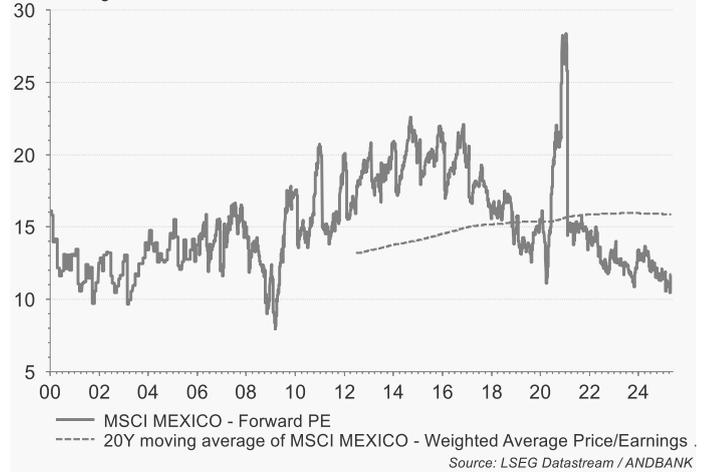
**Renta fija.** Con la Fed tomándose una pausa y Banxico en modo relajación, el diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y su homólogo del Tesoro de EE.UU. se está comprimiendo, habiendo caído a 508 pb (por debajo de su media anual de 553 pb, y tras haber superado los 600 pb en 2024). Mantenemos el objetivo de final de año en 525 pb, en consonancia con las expectativas de política monetaria. En el caso del bono mexicano denominado en dólares el diferencial de rendimiento se elevó a 225 pb en marzo, con una previsión para final de año de 200 pb.

**Tipo de cambio.** El peso ha mostrado resistencia sin dejar de experimentar episodios de volatilidad. Tras depreciarse excesivamente a principios de febrero y marzo (cuando se rumoreó que entrarían en vigor los aranceles), su cruce superó brevemente los 21,20 pesos por dólar, para estabilizarse luego en una horquilla entre 20,00 y 20,75. De hecho, tras anunciarse los aranceles, el peso se apreció y ha rondado de cerca las 20 unidades por dólar. Mantenemos el cruce previsto para final de año en 21 pesos por dólar.

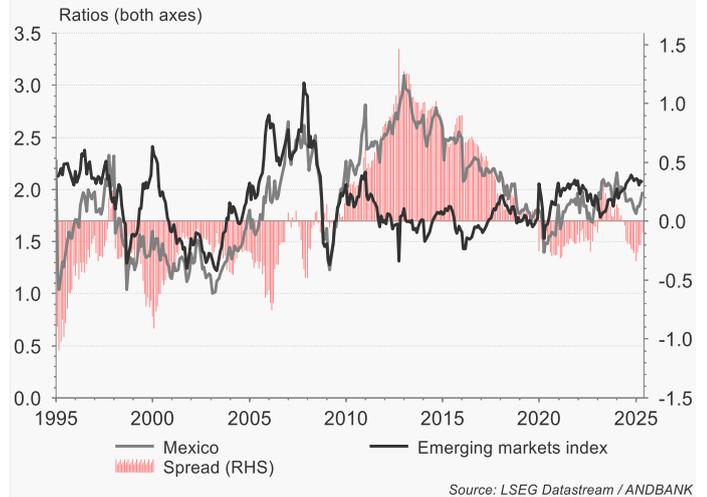
### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR  
 Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 525 pb; rend. obj.: 10%)  
 Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,75%)  
 Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21)

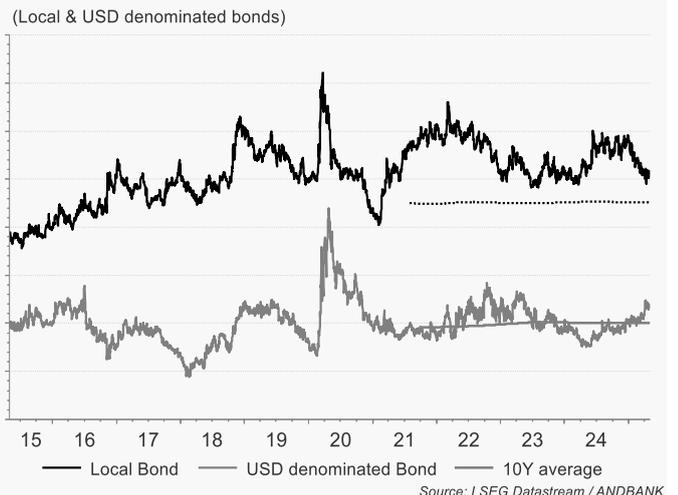
**Mexico MSCI Index price-to-earning**  
 Trailing & Forward PE



**Mexico price-to-book ratio**



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





# ARGENTINA

## La Fase III del plan de estabilización supone otro paso hacia la normalización de la economía

### Un nuevo capítulo: Argentina Fase III

Argentina inició una nueva etapa de reforma económica que se han denominado Fase III. Esta transición introduce cambios de entidad en el régimen cambiario, el marco monetario y la estrategia fiscal del país. Cuenta con el respaldo de un nuevo acuerdo con el FMI por importe de 20.000 millones de USD (12.000 millones iniciales y 3.000 millones a lo largo del año), acompañado de desembolsos de otros prestamistas internacionales (por un total de 6.000 millones de USD en 2025) y una línea *repo* por valor de 2.000 millones de USD con bancos internacionales, lo que refuerza aún más las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

El gobierno adoptó una banda cambiaria de entre 1.000 y 1.400 ARS por dólar, con un ritmo de ampliación del 1% mensual. Si bien el BCRA se reserva el derecho a intervenir, no está obligado a hacerlo a menos que el tipo de cambio alcance esos topes. El peso se depreció en un primer momento, pero el ajuste fue limitado. Al mismo tiempo el tipo de cambio paralelo se ajustó casi un 10% y prácticamente se igualó con el tipo oficial, de forma que se ha producido la unificación efectiva del tradicional sistema dual de divisas. Esta transición no fue fruto de la casualidad. Previamente se eliminó el déficit fiscal y se estabilizó la política monetaria, y el Gobierno ya no recurre a la impresión descontrolada de billetes. El momento también ha sido el oportuno, algo crucial: los agricultores están comercializando las cosechas y se espera que la entrada de divisas por exportaciones agrícolas aumente de manera importante en los próximos meses. La política monetaria se basa ahora en el control del M2 privado (efectivo y depósitos a la vista) mediante objetivos trimestrales alineados con las referencias del FMI.

Además del nuevo régimen cambiario se redujeron considerablemente los controles de capitales en vigor. Al levantamiento de todas las restricciones en materia de divisas a las personas físicas se sumó permitir el acceso de las personas jurídicas al mercado oficial para el servicio de la deuda y el pago de dividendos en relación con beneficios a partir de 2025. Para el remanente de dividendos pendientes de remitir por las empresas a sus matrices, que según estimaciones privadas rondaría los 6.000 millones de USD, el BCRA emitirá un nuevo bono, similar a los ya utilizados en el pasado para regularizar la deuda con importadores.

El acuerdo con el FMI incluye los siguientes objetivos: i) acumular unos 9.000 millones de USD en reservas para finales de año; ii) mantener a cero la financiación monetaria del Tesoro; iii) alcanzar un superávit primario del 1,3% en 2025, aspirando el gobierno a superar ese objetivo y llegar al 1,6%. Las previsiones a medio plazo son de un superávit del 2,2% en 2026 y del 2,5% en 2027. Con estos objetivos se pretende reforzar la sostenibilidad de la deuda y anclar mejor las expectativas.

Al liberalizar el régimen cambiario, reforzar la disciplina monetaria y comprometerse con la sostenibilidad fiscal a largo plazo se ha facilitado el avance de Argentina hacia una mayor estabilidad financiera, con la mira en recuperar el acceso a los mercados mundiales de capitales, y se han sentado las bases de un crecimiento duradero. Con todo, persisten riesgos. A nivel mundial las condiciones financieras son restrictivas, los precios de las materias primas sufren presiones y perduran las tensiones geopolíticas. A nivel nacional la fragilidad social, la posible volatilidad de la inflación y las próximas elecciones podrían poner a prueba la resistencia del nuevo marco. El éxito dependerá de que el Gobierno se aplique con determinación a alcanzar esas metas.

La visita a Buenos Aires del Secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, el mismo día en que se inició la nueva fase del programa, envía una señal clara de que Washington respalda con firmeza el camino emprendido por Argentina. La respuesta de los mercados financieros también fue buena. Los bonos soberanos, en particular aquellos que se rigen por una legislación extranjera, redujeron su diferencial con los de mercados emergentes comparables, lo que indica una reevaluación del riesgo país y unas mejores perspectivas por parte de los inversores.

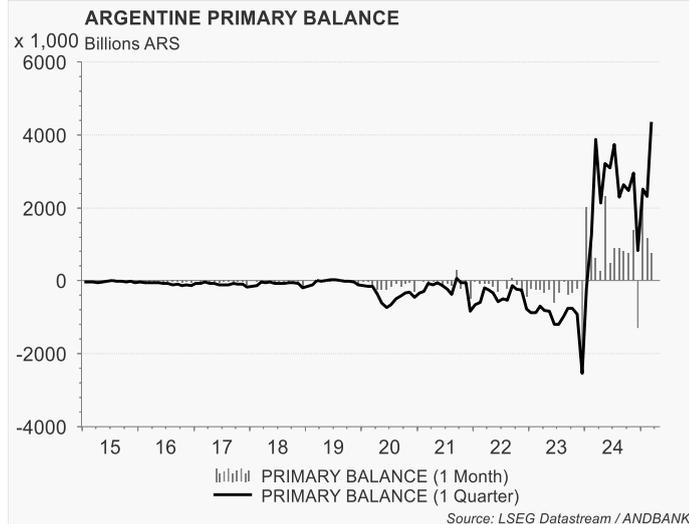
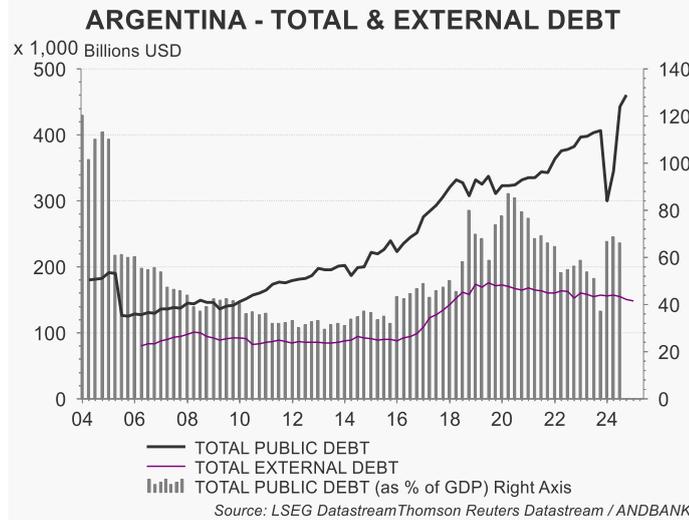
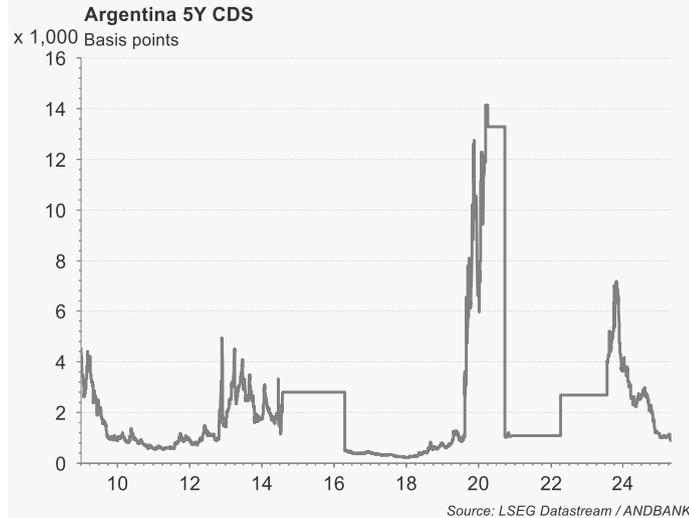
### Precios: los datos defraudan las expectativas del Gobierno

La inflación se aceleró por segundo mes consecutivo y alcanzó el 3,7%, muy por encima de las expectativas del mercado (+2,6%), situándose en el 55,9% interanual. El sector educativo experimentó la mayor subida mensual (+21,6%), atribuible al inicio del curso académico, seguido de alimentos y bebidas no alcohólicas (+5,9%) debido al impulso de los precios de las hortalizas.

### Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1.500)





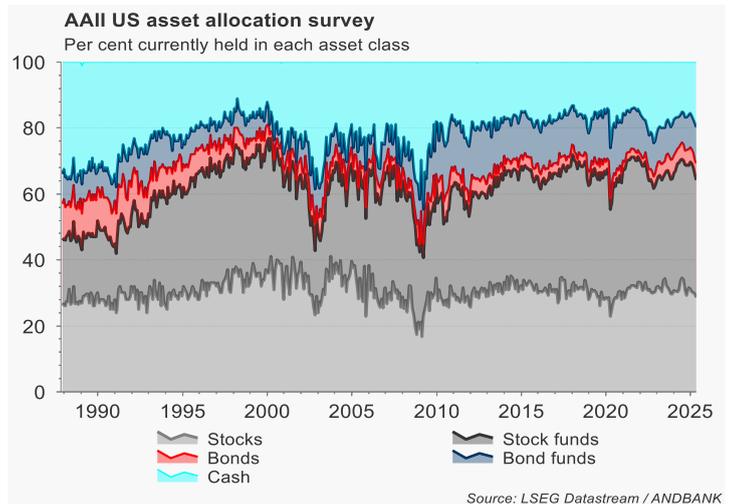
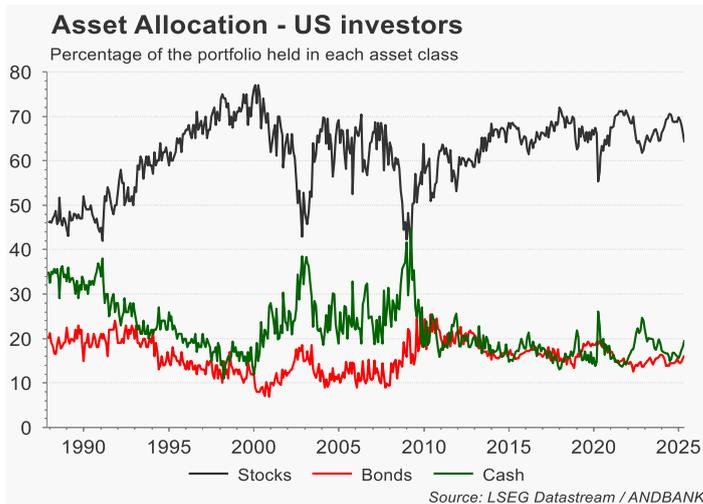
RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL  
Análisis fundamental

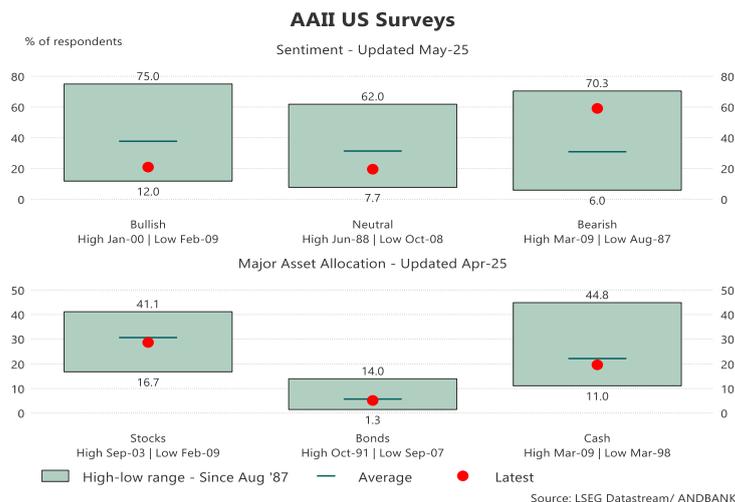
Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yield	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Spread curr RP vs hist RP	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Committee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	264,0	11,9%	24,10	21,54	4,64%	0,33%	2,00%	-1,67%	24,76	5.687	6.537	15,0%	OW	7.191
Europe - Stoxx Europe 600	38,8	7,9%	14,91	13,82	7,24%	4,73%	5,00%	-0,27%	15,00	536	582	8,5%	MW	640
Spain IBEX 35	1.100,0	6,0%	12,97	12,24	8,17%	5,01%	5,70%	-0,69%	12,00	13.465	13.200	-2,0%	UW	14.520
Mexico IPC GRAL	4.800	11,9%	13,01	11,63	8,60%	-0,77%	-0,90%	0,13%	13,00	55.812	62.400	11,8%	OW	68.640
Brazil BOVESPA	16.500	13,5%	9,29	8,19	12,21%	-1,84%	-1,10%	-0,74%	8,50	135.134	140.250	3,8%	UW	154.275
Japan TOPIX	186,0	8,8%	15,72	14,45	6,92%	5,66%	4,00%	1,66%	15,00	2.688	2.790	3,8%	OW	3.069
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	13,12	13,91	7,19%	0,35%	4,80%	-4,45%	12,81	3.436	3.163	-8,0%	UW	3.479
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	19,05	20,23	4,94%	-1,89%	1,25%	-3,14%	21,00	1.916	1.989	3,8%	UW	2.188
India SENSEX	3.800	8,1%	22,99	21,26	4,70%	-1,62%	-2,00%	0,38%	22,00	80.797	83.600	3,5%	OW	91.960
Vietnam VN Index	126,4	19,6%	11,74	9,81	10,19%				12,00	1.240	1.517	22,3%	OW	1.668
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	14,41	12,54	7,98%				14,00	620	692	11,7%	OW	761

ANDBANK ESTIMATES

Positioning indicators (Funds & direct assets): Equities, Fixed Income, and Cash



Positioning indicators (Direct assets only): Stocks, Bonds, and Cash





RENDA VARIABLE

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

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2025 Earnings Dashboard

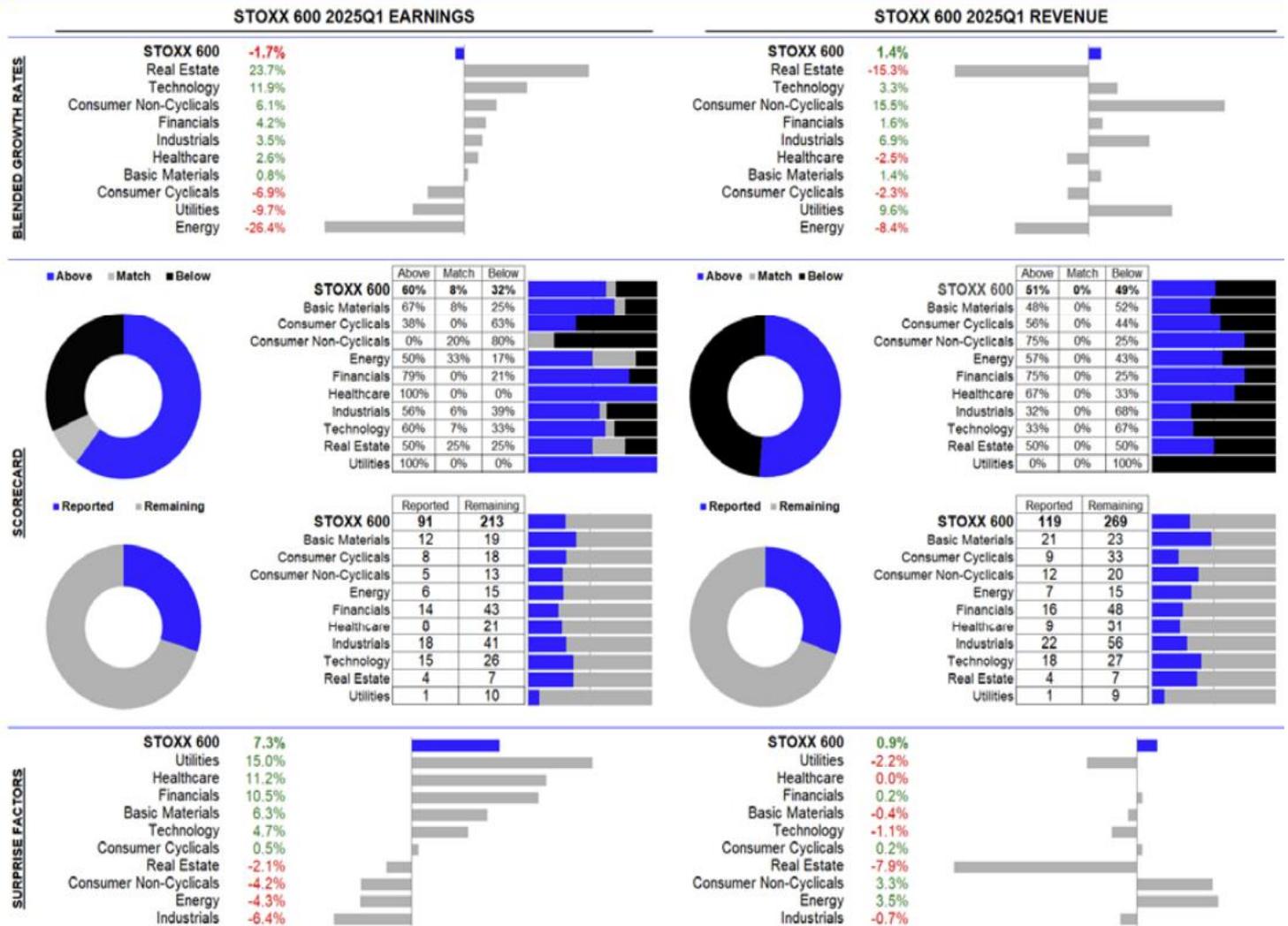
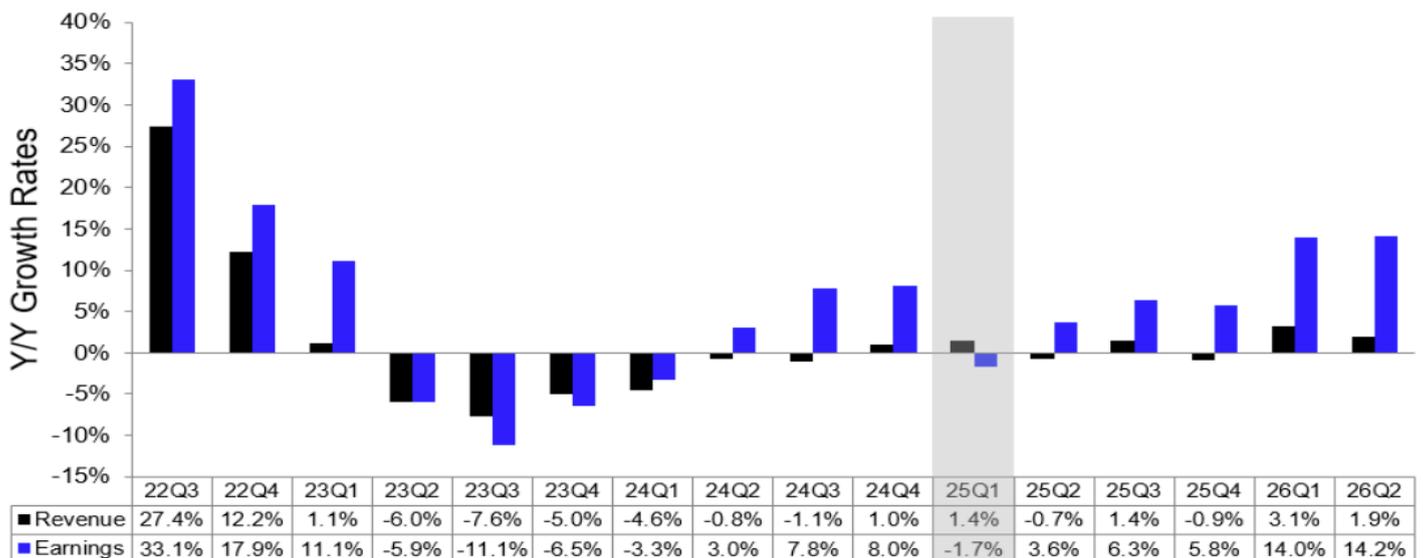


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

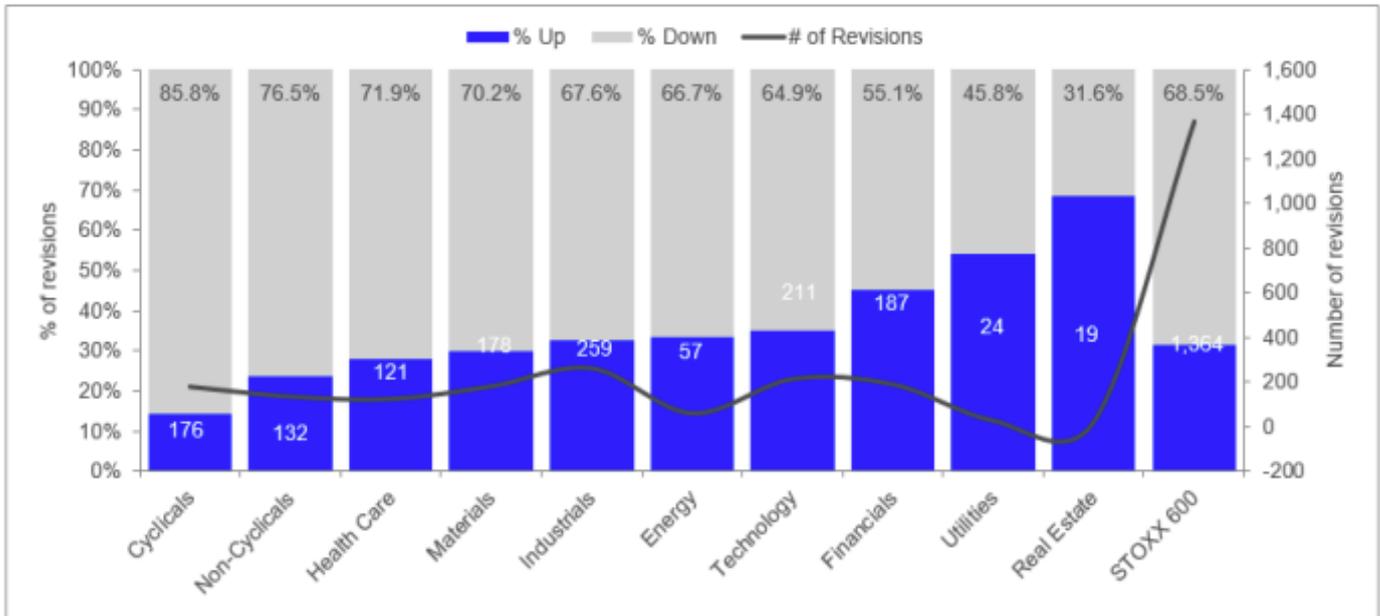




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

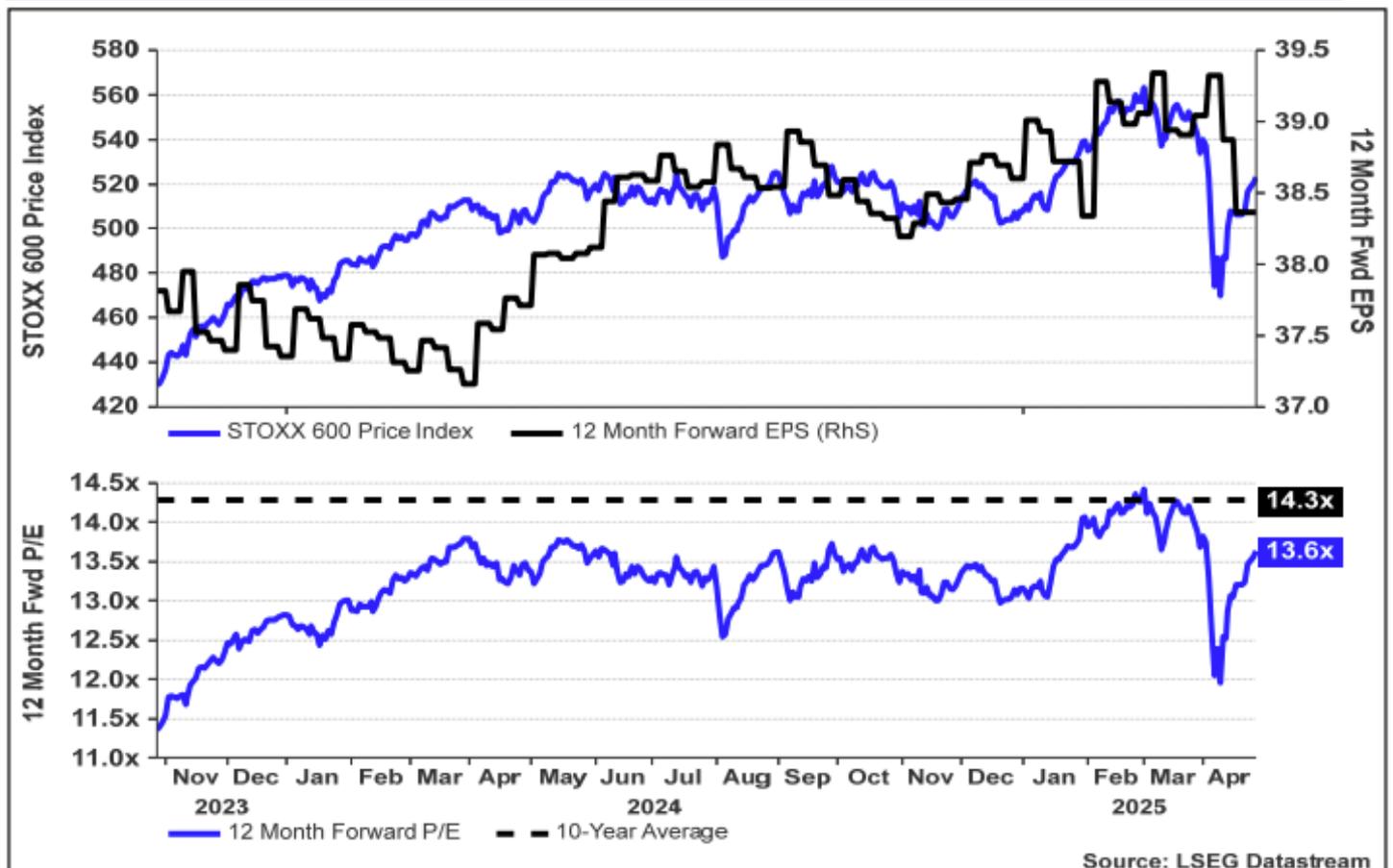
Revisión estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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

Exhibit 1. 2025Q1 S&P 500 Earnings Dashboard

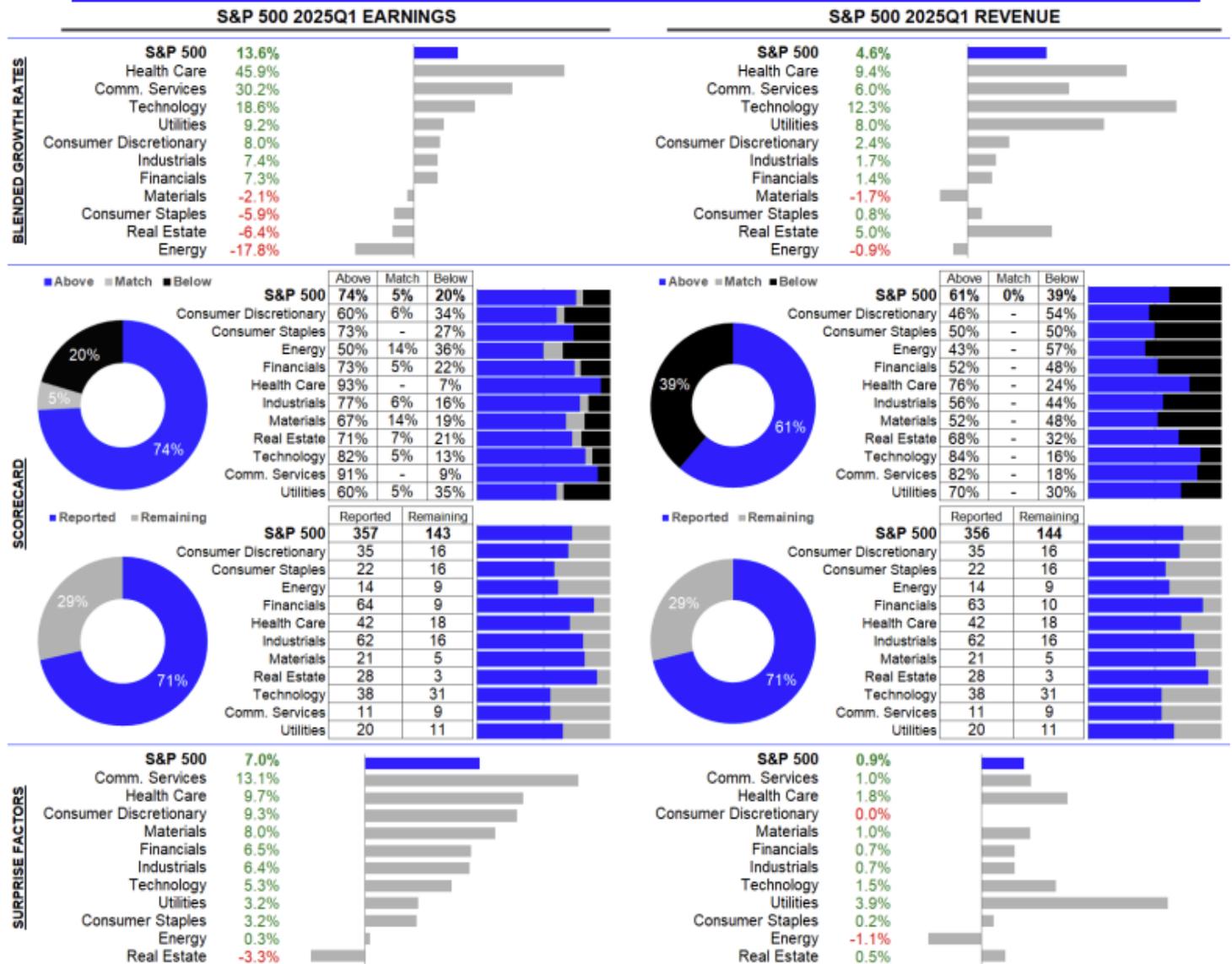
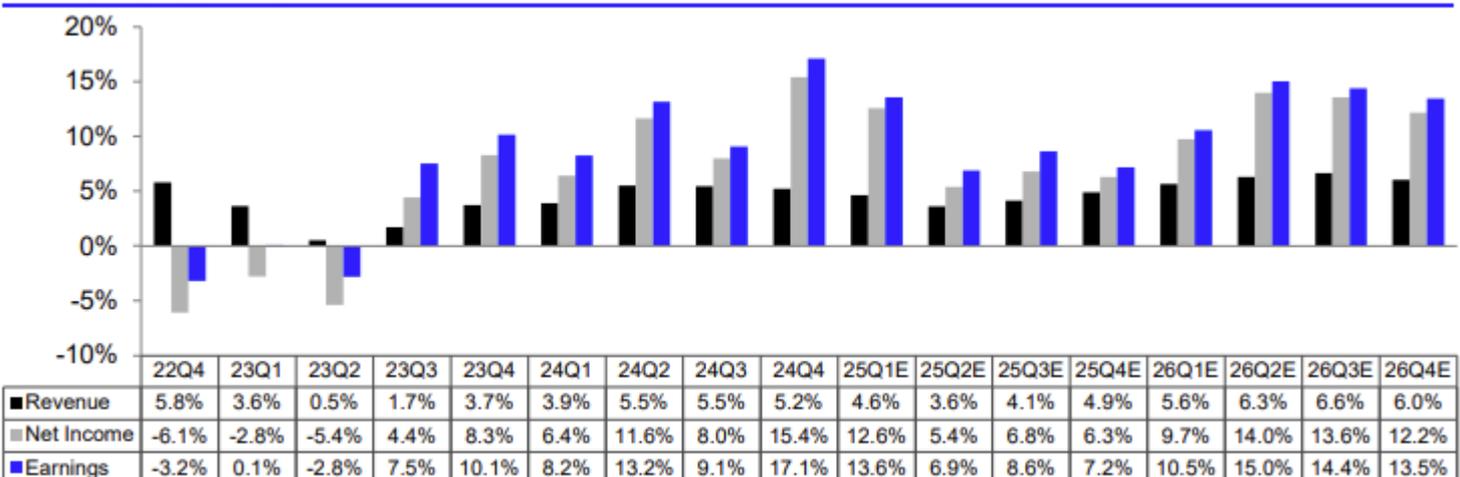


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates

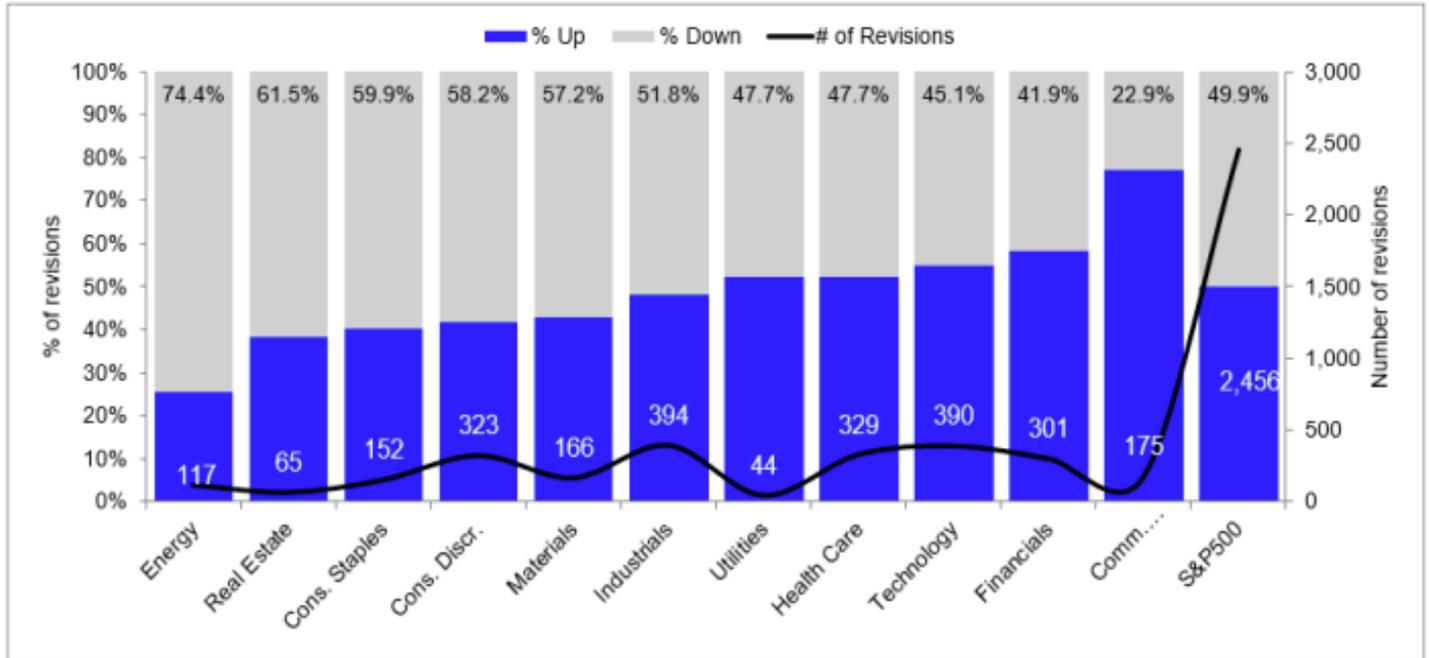




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

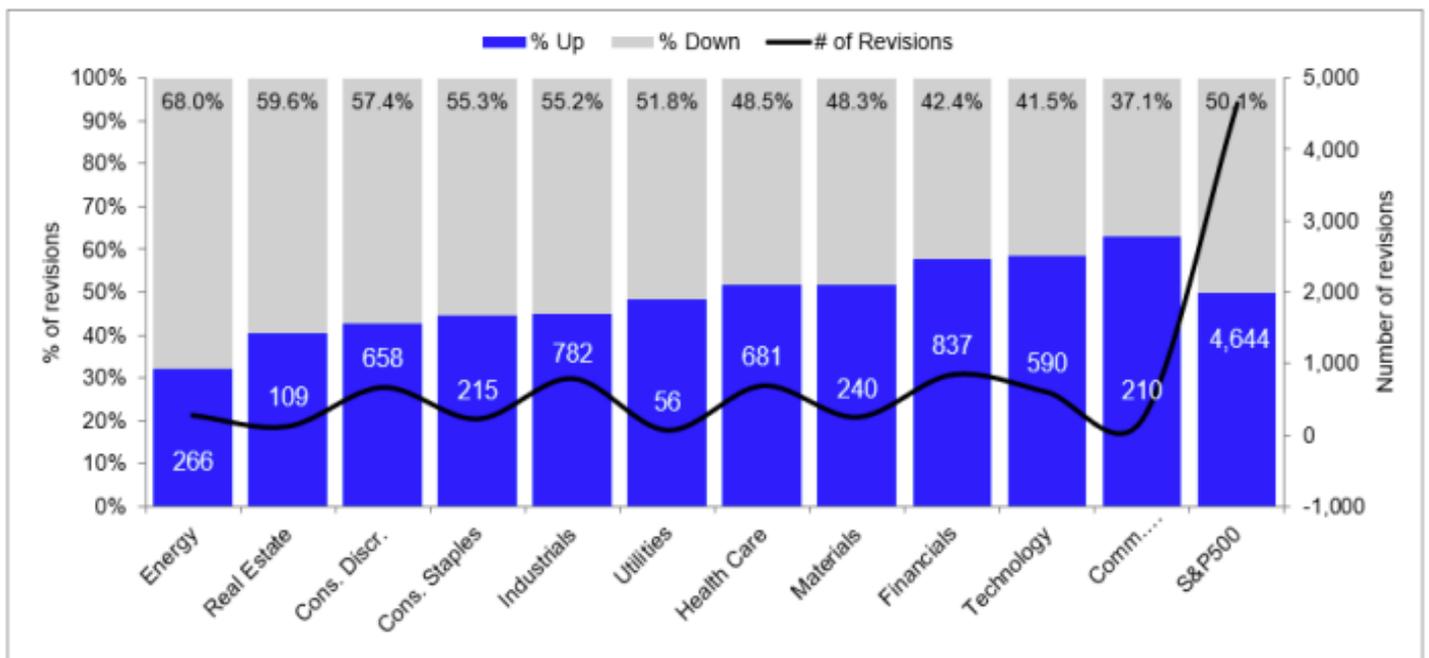
Revisión estimaciones de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

EXHIBIT 12A. S&P 500: WEEKLY EARNINGS ESTIMATE REVISIONS BY SECTOR



Source: LSEG I/B/E/S

EXHIBIT 13A. ALL U.S. COMPANIES: WEEKLY EARNINGS ESTIMATE REVISIONS BY SECTOR



Source: LSEG I/B/E/S



## MATERIAS PRIMAS

Página 18

### ENERGÍA – PETRÓLEO

#### **Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 60-70 USD/barril**

Comprar por debajo de 60 USD; vender por encima de 70 USD.

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

**(Factor bajista) – Caída de la demanda: las medidas arancelarias de EE.UU. podrían frenar en seco el crecimiento de la demanda de petróleo.** La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) revisó a la baja en unos 300.000 barriles diarios la demanda prevista para 2025, un efecto que atribuyó a las tensiones comerciales. Este organismo que asesora a los países industrializados indicó en su informe mensual que la demanda mundial de petróleo se incrementará este año en 730.000 barriles diarios, una reducción notable respecto a los 1,03 millones de bpd (Mbpd) previstos el mes pasado y mayor que la esperada por el cártel de la OPEP. Aproximadamente la mitad de esta reducción se producirá en Estados Unidos y China.

**(Factor bajista) – Los precios del petróleo tenderán a la baja hasta 2026 debido al riesgo de recesión y al nivel de producción de la OPEP+.** Según el banco de inversión Goldman Sachs (GS), los precios del petróleo Brent y WTI bajarán y se situarán de media en 63 y 59 USD/barril, respectivamente, en lo que queda de 2025, y en 58 y 55 USD/barril en 2026. Dadas las flojas perspectivas de crecimiento en plena guerra comercial a nivel mundial, GS prevé que la demanda de petróleo tan sólo se incrementará en 300.000 bpd entre finales de 2024 y finales de 2025.

**(Factor bajista) – Abaratamiento de la energía.** Según el Secretario de Energía de EE.UU., la factura energética en este segundo mandato de Trump será menor que durante la presidencia de Biden.

**(Factor bajista) – Preocupación por el exceso de oferta: ante el aumento de producción de la OPEP y las guerras comerciales, los productores de petróleo estadounidenses recelan de embarcarse en «perforar, perforar y perforar».** La industria petrolera del país está empezando a pensar en recortar producción y puestos de trabajo debido al doble contratiempo que suponen el aumento de producción de crudo por la OPEP y unos aranceles intermitentes que han hecho mella en la demanda. Estados Unidos es el mayor productor de petróleo del mundo, extrae unos 13,55 Mbpd, da empleo a millones de trabajadores y genera billones de dólares al año. Trump hizo campaña con el lema «drill, baby drill», y la emergencia energética nacional que declaró el mismo día en que inauguró su mandato se encaminaba a facilitar que las empresas elevaran la producción, al tiempo que daba instrucciones para que desde el gobierno se hiciera todo lo posible para impulsar la industria.

**(Factor bajista) – EE.UU. revisa al alza sus reservas de petróleo y gas del Golfo.** Según un análisis del Bureau of Ocean Energy Management (BOEM), la plataforma continental exterior de EE.UU. contiene 1.300 millones de barriles equivalentes de petróleo (Mboe) más de lo estimado en 2021, por lo que el total de reservas de hidrocarburos en la zona superaría los 7.000 Mboe. Esto representa un aumento de las reservas recuperables del 22,6% respecto a lo estimado hasta ahora. El análisis abarcó más de 37.000 yacimientos en 1.336 campos del Golfo, según el Departamento de Interior. La nueva cifra total incluye 5.770 millones de barriles de crudo y más de 200 kilómetros cúbicos de gas natural. «Los nuevos datos confirman lo que ya sabíamos: que EE.UU. cuenta con todo un tesoro de recursos energéticos que estamos desbloqueando bajo la presidencia de Trump», manifestó el secretario de Interior, Doug Burgum, al conocer la noticia. «El Golfo de México es una inmensa fuente de energía; al agilizar permisos y ampliar el acceso no sólo impulsamos la economía, sino que reforzamos la seguridad nacional y creamos puestos de trabajo para miles de estadounidenses». El Golfo de México suministra el 14% del petróleo nacional.

**(Factor alcista) – El suministro de crudo saudí a China aumentará en mayo gracias a un fuerte recorte de precios que ha impulsado la demanda.** La petrolera estatal Saudi Aramco enviará en mayo unos 48 millones de barriles a China, según refleja la relación de asignaciones a refinerías chinas, superando con ello los 35,5 millones de barriles de abril. Esto podría considerarse un incentivo para que el reino saudí abandone el sistema de cuotas de producción y comience a vender más crudo (aunque sea a un precio inferior) a fin de maximizar los ingresos fiscales (de la venta de energía) y evitar un deterioro sustancial del déficit y las finanzas públicas. Según Reuters, las importaciones de petróleo ruso por parte de la India se recuperaron en marzo al retornar a niveles cercanos a los habituales tras llevar 3 meses a la baja.

**(Factor alcista) – La caída del precio del petróleo podría elevar el déficit presupuestario saudí a 67.000 millones de USD, advierte Goldman Sachs comentando una noticia de Bloomberg.** Un día después de que Trump dijera que había enviado una misiva instando a Irán a entablar conversaciones sobre un nuevo acuerdo nuclear el ayatolá Ali Jamenei, líder supremo de Irán, afirmó que Teherán no se dejaría intimidar para negociar. Trump ha reinstaurado la campaña de «máxima presión» que aplicó en su primer mandato presidencial para aislar a Irán de la economía mundial y reducir a cero sus exportaciones de petróleo.

#### **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 tomen obsoleto el petróleo. A fin de aplazar ese momento cuanto puedan, interesa a los productores mantener el precio del petróleo bajo el mayor tiempo posible (de modo que el coste de oportunidad de las fuentes alternativas de energía continúe lo más alto posible).

**(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 podrá extraer ni vender. Por tanto, los productores tienen un potente incentivo para monetizar u obtener cuanto antes beneficios económicos de sus reservas.

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



## MATERIAS PRIMAS

Página 19

### METALES PRECIOSOS – ORO

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

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

#### Factores positivos para el oro

**Evolución de las reservas exteriores del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2024).** La composición de la cartera de reservas internacionales de China se modificó notablemente en los últimos años, específicamente desde el comienzo de la primera guerra comercial entre Estados Unidos y China. Las reservas de divisas, excluido el oro, se redujeron de 4 billones de USD a 3,256 billones de USD, una disminución neta de 744.000 millones de USD. Esto apuntaría a salidas de capital, intervenciones en los mercados de divisas o reasignaciones estratégicas de los activos de reserva. Por lo que respecta a las reservas de oro, se incrementaron de 34 millones de onzas a 73 millones de onzas, un aumento neto de 40 millones de onzas; una inversión que, a un precio medio de adquisición de 1.800 dólares por onza, asciende a unos 72.000 millones de USD. Esta estrategia fue el principal impulsor de la cotización del oro en el último año y está en consonancia con la estrategia general del PBoC de reducir el apoyo al mercado de deuda estadounidense y, por ende, al USD como moneda de reserva. Sin embargo, esta recomposición de cartera hacia el oro tiene unos límites lógicos, ya que ningún banco central debería concentrar cantidades excesivas de un activo ilíquido. Antes bien, las reservas deberían asignarse principalmente a los activos de deuda más líquidos y estables del mundo que, en nuestra época, vienen siendo los bonos del Tesoro estadounidense. Desviarse de esta ortodoxia entraña riesgo para la liquidez de las reservas.

**En el marco de los cuatro cuadrantes el escenario proyectado aún es favorable.** El escenario óptimo para el oro sería aquel en que se combinaran recesión y cierta inflación (estancamiento), mientras que el proyectado corresponde al cuadrante en que coinciden cierta expansión económica e inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, sin llegar la revalorización del metal áureo a superar a la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del PBoC 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, al igual que los bonos del Tesoro de EE.UU., es un activo antifrágil. Los inversores deben decidir cuál mantener como protección ante la inestabilidad del mercado, en función de cuál se espere que tenga mejor comportamiento en momentos de *shock*. Esto dependerá de su oferta relativa: el activo más escaso tenderá a superar al otro. Mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo bonos del Tesoro y con ello elevando su oferta, el oro se destacó en rendimiento. Sin embargo, ahora que la Fed está ralentizando QT y reduce la oferta de USTs, los bonos del Tesoro podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio. Para 2026-2027, cuando la Fed necesite deshacerse de más bonos, el oro podría volver a liderar. No obstante, una vez que QT finalice (posiblemente en 2028), la oferta de USTs volvería a ser limitada, lo que favorecería a los bonos del Tesoro como activo refugio y relegaría al oro a un segundo plano en rentabilidad.

**El oro en términos reales.** Dado el valor del deflactor mundial (1,27634 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 2.556 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.346 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.717 USD/onza.

**El oro frente a la plata.** La ratio Oro/Plata se situó en 101,91x, todavía por encima de su media de 20 años de 69,54 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 2.226 USD/oz.

**El oro frente al paladio.** La ratio oro/paladio, situada en 3,30x, superó su media de los últimos 20 años de 1,64x, lo que indicaría que el oro se ha encarecido respecto al paladio. Suponiendo que el paladio está bien valorado, para que la ratio retornase a su media de largo plazo el oro debería cotizar a 1.508 USD/oz.

**Ratio entre oro y petróleo.** Actualmente en 54,69x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 20,90x. 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 1.515 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

**Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido.** En 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 1976-1980 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 1985-1988 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, el USD). En el período 2001-2011 (cuando la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz 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 los nuevos compradores de oro y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. Por 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 advertencia 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.

- **Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO).** Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que cabría experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Tal resultado deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía o de los precios inmobiliarios. 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 durante un tiempo y el oro ha cobrado 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 período. Si, como está sucediendo ahora, esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido.



DIVISAS

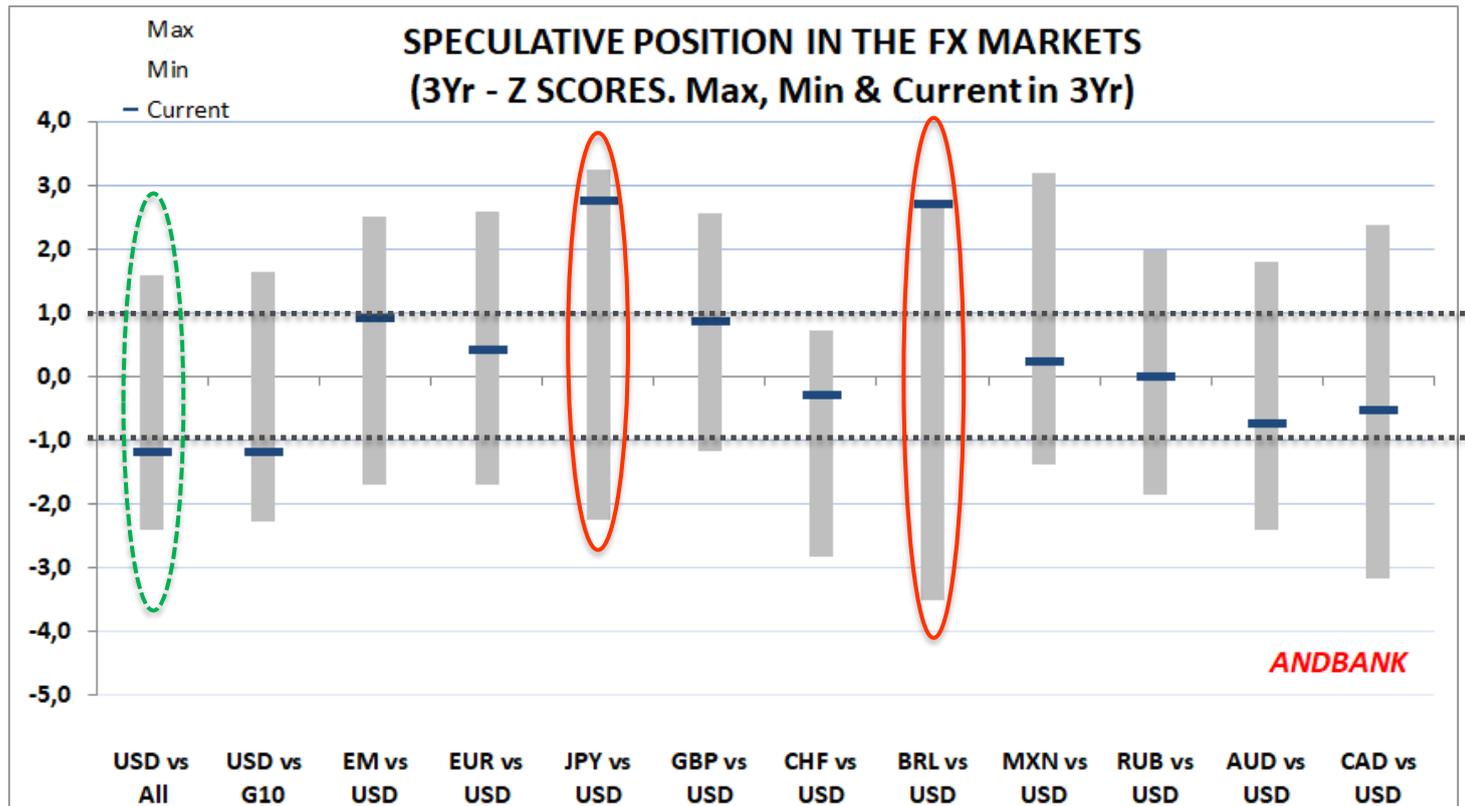
TIPOS DE CAMBIO

**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	-18,26	-18,86	35,2	-28,2	5,2	-1,18
USD vs G10	-15,52	-18,03	34,8	-25,4	6,3	-1,17
EM	2,74	0,83	3,9	-0,8	1,5	0,93
EUR	10,79	3,79	23,4	-9,9	6,3	0,43
JPY	15,74	5,56	15,7	-15,0	-5,4	2,78
GBP	2,01	-0,79	6,1	-6,5	-0,7	0,88
CHF	-3,69	2,36	0,2	-6,1	-3,2	-0,27
BRL	1,22	0,56	1,2	-0,8	-0,1	2,72
MXN	1,52	0,27	3,3	-0,5	1,3	0,24
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,19	1,57	6,1	-5,2	-0,8	-0,72
CAD	-4,86	4,23	6,1	-13,2	-2,1	-0,51

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	12,3%	-3,3%	5.687	<b>6.537</b>	15,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	13,1%	5,6%	536	<b>582</b>	8,5%
	SPAIN - IBEX 35	14,2%	16,1%	13.465	<b>13.200</b>	-2,0%
	MEXICO - MXSE IPC	10,6%	12,7%	55.812	<b>62.400</b>	11,8%
	BRAZIL - BOVESPA	7,6%	12,3%	135.134	<b>140.250</b>	3,8%
	JAPAN TOPIX	17,4%	-3,5%	2.688	<b>2.790</b>	3,8%
	China SSE Comp. A share	5,9%	-2,2%	3.436	<b>3.163</b>	-8,0%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	7,8%	-2,1%	1.916	<b>1.989</b>	3,8%
	INDIA - SENSEX	10,5%	3,4%	80.797	<b>83.600</b>	3,5%
	VIETNAM - VN Index	2,4%	-2,1%	1.240	<b>1.517</b>	22,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	13,4%	3,8%	620	<b>692</b>	11,7%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	-0,6%	3,7%	4,31	<b>4,75</b>	0,8%
	UK 10 year Gilt	1,5%	2,2%	4,48	<b>4,75</b>	2,3%
	German 10 year BUND	0,9%	-0,4%	2,51	<b>3,10</b>	-2,2%
	Japanese 10 year Govie	-1,1%	-1,0%	1,26	<b>1,50</b>	-0,7%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	1,7%	0,2%	3,16	<b>3,85</b>	-2,4%
	Italy - 10yr Gov bond	2,4%	0,6%	3,59	<b>4,35</b>	-2,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,7%	-0,7%	3,04	<b>3,60</b>	-1,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,5%	-0,9%	2,84	<b>3,50</b>	-2,4%
	Greece - 10yr Gov bond	1,1%	-0,2%	3,32	<b>4,10</b>	-2,9%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,7%	1,7%	64,75	<b>65</b>	2,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	2,7%	4,5%	333,18	<b>350</b>	5,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,7%	2,1%	64,40	<b>75</b>	4,8%
	Credit USD HY - CDX HY	2,6%	5,0%	392,67	<b>450</b>	6,6%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-9,8%	-29,9%	32,00	<b>30,00</b>	48,0%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	5,2%	15,11	<b>25,00</b>	-64,0%
<b>Fixed Income Asia</b> (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,9%	1,62	<b>1,25</b>	4,6%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	5,8%	6,32	<b>5,75</b>	10,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,1%	4,0%	2,46	<b>2,25</b>	4,2%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,4%	3,5%	6,84	<b>5,75</b>	15,5%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,5%	3,5%	2,48	<b>2,75</b>	0,3%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,1%	1,5%	1,50	<b>2,50</b>	-6,5%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-1,6%	0,6%	6,26	<b>5,00</b>	16,3%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	2,5%	3,66	<b>3,00</b>	9,0%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	2,2%	2,05	<b>1,75</b>	4,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,3%	3,11	<b>3,00</b>	4,0%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,2%	12,0%	9,37	<b>10,00</b>	4,3%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	3,6%	6,52	<b>6,75</b>	4,7%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	7,0%	13,7%	14,05	<b>14,75</b>	8,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,6%	5,6%	6,68	<b>7,50</b>	0,2%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-5,7%	-20,2%	57,4	<b>65,00</b>	13,3%
	GOLD	11,0%	24,1%	3.312,7	<b>2.400</b>	-27,6%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	4,0%	9,6%	1,13	<b>1,05</b>	-7,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,6%	6,4%	1,33	<b>1,29</b>	-3,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,5%	3,0%	0,85	<b>0,81</b>	-4,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	-4,3%	-9,3%	0,82	<b>0,87</b>	5,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,5%	-0,6%	0,93	<b>0,91</b>	-2,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	-2,6%	-8,4%	143,95	<b>150,0</b>	4,2%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,3%	0,3%	163,31	<b>157,5</b>	-3,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	-5,3%	-5,9%	19,59	<b>21,00</b>	7,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,4%	3,2%	22,22	<b>22,05</b>	-0,8%
	USDBRL (price of 1 USD)	-4,3%	-8,4%	5,66	<b>5,80</b>	2,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,5%	0,2%	6,42	<b>6,09</b>	-5,1%
	USDARS (price of 1 USD)	8,9%	13,6%	1.171	<b>1.000</b>	-14,6%
	USDINR (price of 1 USD)	-1,8%	-1,5%	84,28	<b>86</b>	2,0%
	CNY (price of 1 USD)	-0,5%	-0,4%	7,27	<b>7,50</b>	3,2%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

**Together  
Everyone  
Achieves  
More**



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



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



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



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



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



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



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



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



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

## AVISO LEGAL

Página 23

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

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

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

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

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

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

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

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

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