ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Junio de 2025

Proteccionismo en Marcha: Los mercados deben aprender a valorar las reacciones en cadena.

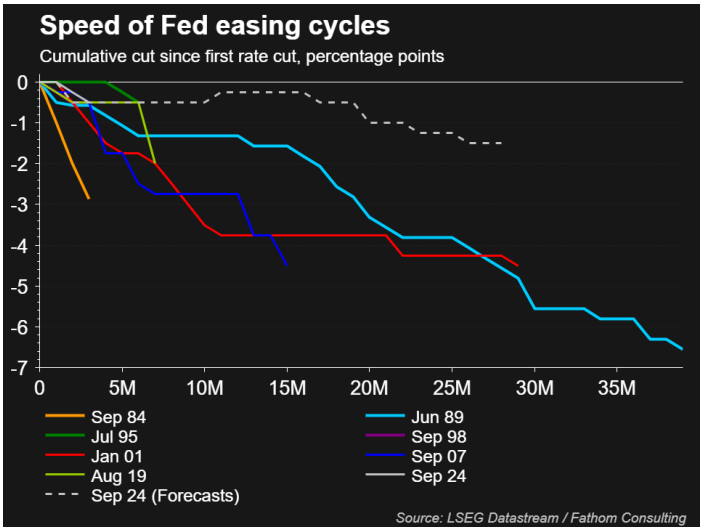
Opinión Corporativa

Junio 2025

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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	5,7%	1,5%	5.970	**6.537**	9,5%
Europe - Stoxx Europe 600	2,5%	8,5%	551	**582**	5,7%
SPAIN - IBEX 35	4,2%	21,5%	14.091	**13.200**	-6,3%
MEXICO - MXSE IPC	3,2%	16,4%	57.639	**62.400**	8,3%
BRAZIL - BOVESPA	3,0%	14,4%	137.546	**140.250**	2,0%
JAPAN TOPIX	3,6%	0,0%	2.785	**2.790**	0,2%
China SSE Comp. A share	3,0%	0,7%	3.538	**3.211**	-9,3%
CHINA - SHENZEN COMPOSITE	4,4%	2,2%	2.000	**1.894**	-5,3%
INDIA - SENSEX	0,2%	3,7%	80.998	**83.600**	3,2%
VIETNAM - VN Index	8,5%	6,2%	1.346	**1.517**	12,7%
MSCI EM ASIA (in USD)	1,7%	6,4%	635	**692**	9,0%

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	-0,5%	2,8%	4,46	**4,75**	2,1%
UK 10 year Gilt	-0,8%	1,3%	4,64	**4,75**	3,8%
German 10 year BUND	0,1%	-0,3%	2,53	**3,10**	-2,1%
Japanese 10 year Govie	-1,8%	-2,8%	1,50	**1,50**	1,5%
Spain - 10yr Gov bond	0,7%	0,9%	3,11	**3,85**	-2,8%
Italy - 10yr Gov bond	1,2%	1,8%	3,48	**4,35**	-3,5%
Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	-0,1%	2,99	**3,60**	-1,9%
Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-0,4%	2,81	**3,50**	-2,7%
Greece - 10yr Gov bond	0,8%	0,7%	3,24	**4,10**	-3,6%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	1,7%	56,47	**65**	2,3%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,6%	3,7%	294,24	**350**	3,2%
Credit USD IG - CDX IG	0,7%	2,4%	54,98	**75**	4,4%
Credit USD HY - CDX HY	2,0%	4,9%	345,22	**450**	4,7%

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)	10,5%	-20,2%	31,06	**30,00**	39,5%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	6,4%	15,11	**25,00**	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	0,5%	1,69	**1,25**	5,2%
India - 10yr Gov bond (local)	1,4%	7,2%	6,21	**5,75**	9,9%
Singapore - 10yr Gov bond (loc	1,2%	5,2%	2,34	**2,25**	3,1%
Indonesia - 10yr Gov bond (loc	0,9%	4,4%	6,80	**5,75**	15,2%
South Korea - 10yr Gov bond (	-2,3%	1,2%	2,79	**2,75**	3,1%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,5%	1,52	**2,50**	-6,3%
Philippines - 10yr Gov bond (loc	0,5%	1,1%	6,26	**5,00**	16,4%
Malaysia - 10yr Gov bond (loca	1,5%	3,9%	3,52	**3,00**	7,7%
Thailand - 10yr Gov bond (loca	0,2%	2,4%	2,05	**1,75**	4,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local	0,0%	0,3%	3,15	**3,00**	4,3%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,9%	13,5%	9,28	**9,75**	5,5%
Mexico - 10yr Govie (USD)	1,4%	4,5%	6,47	**6,75**	4,2%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,4%	15,8%	13,95	**14,75**	7,5%
Brazil - 10yr Govie (USD)	1,3%	6,7%	6,61	**7,50**	-0,5%

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)	10,8%	-11,8%	63,4	**65,00**	2,6%
GOLD	-0,5%	25,8%	3.348,2	**2.400**	-28,3%
EURUSD (price of 1 EUR)	0,6%	9,9%	1,14	**1,10**	-3,3%
GBPUSD (price of 1 GBP)	1,7%	8,0%	1,35	**1,29**	-4,6%
EURGBP (price of 1 EUR)	-1,1%	1,8%	0,84	**0,85**	1,4%
USDCHF (price of 1 USD)	0,1%	-9,2%	0,82	**0,87**	5,7%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,7%	-0,2%	0,94	**0,96**	2,1%
USDJPY (price of 1 USD)	0,4%	-8,2%	144,24	**150,0**	4,0%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,0%	0,9%	164,14	**165,0**	0,5%
USDMXN (price of 1 USD)	-2,5%	-7,8%	19,20	**20,50**	6,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	-1,8%	1,4%	21,85	**22,55**	3,2%
USDBRL (price of 1 USD)	-0,9%	-8,7%	5,64	**5,80**	2,9%
EURBRL (price of 1 EUR)	-0,3%	0,2%	6,42	**6,38**	-0,6%
USDARS (price of 1 USD)	-1,3%	15,0%	1.184	**1.000**	-15,5%
USDINR (price of 1 USD)	1,9%	0,3%	85,85	**86**	0,2%
CNY (price of 1 USD)	-1,1%	-1,5%	7,19	**7,50**	4,3%

EE.UU.

Trump buscó relajar las tensiones comerciales con China, pero las empeoró con Europa. La volatilidad persistirá a corto.

Factores que conducirán al mercado en el corto plazo

Confianza inversora (moderado optimismo). El panorama para los mercados de renta variable se presenta aún con optimismo moderado. Prevemos que el índice S&P 500 registre ganancias modestas, impulsadas por unos sólidos beneficios empresariales—especialmente en el sector tecnológico—y por la posibilidad de recortes en los tipos de interés por parte de la Fed en la parte final del año. Si bien las valoraciones elevadas y las incertidumbres en materia de constituyen serios riesgos, la solidez de los resultados corporativos, los datos económicos y la moderación de la inflación contribuyen a reforzar la confianza de los inversores.

Geopolítica (negativo-neutral). La administración Trump inició a principios de mes una revisión de su estrategia arancelaria con China ante la creciente presión ejercida por sus sectores industriales nacionales. El 12 de mayo se alcanzó un acuerdo temporal con China que redujo los aranceles recíprocos en un 115 %, situando los aranceles estadounidenses sobre productos chinos en un 30% y los aranceles chinos sobre bienes estadounidenses en un 10%, con una vigencia de 90 días. Negociaciones similares con países como Vietnam e India han resultado en suspensiones o reducciones arancelarias temporales. No obstante, persiste un arancel base del 10%, lo que refleja la voluntad de la administración de reformular el comercio internacional en favor de los intereses estratégicos de Estados Unidos.

Actividad económica (neutral). El PIB de EE.UU. se contrajo en el primer trimestre de 2025 un 0,3%, registrando su primera disminución desde la época pandémica. En gran medida fue consecuencia del auge de las importaciones (en anticipación de la imposición de mayores aranceles) y de la reducción del gasto público. Se prevé con todo un repunte en el segundo trimestre que elevaría el crecimiento anualizado del PIB al 2,4% como resultado del ajuste de la economía a las cambiantes condiciones comerciales.

Mercado laboral (positivo). La tasa de desempleo se mantuvo en abril estable en el 4,2%, habiéndose creado 177.000 puestos de trabajo, más de lo esperado. El mercado de trabajo aguanta, por tanto, pese a la incertidumbre que introduce la política comercial. Aun así continúa siendo preocupante el desempleo de larga duración, con 1,7 millones de personas desempleadas durante un periodo igual o superior a 27 semanas.

Inflación (positivo). El índice de precios del gasto en consumo personal (PCE), principal referencia de inflación para la Reserva Federal, registró un incremento mensual de apenas el 0,1 %, situando la tasa anual en el 2,1 %, el nivel más bajo en lo que va de 2025.Por su parte, el índice de precios al consumidor (IPC) también mostró señales adicionales de moderación en abril: el IPC general aumentó un 0,2 % en términos mensuales y un 2,3 % en tasa interanual..

Política monetaria (moderado optimismo). El expresidente Donald Trump ha intensificado su presión sobre la Reserva Federal para que reduzca su tipo de interés de referencia, en un contexto en el que la inflación ha seguido convergiendo hacia el objetivo del 2 % fijado por el banco central. No obstante, los responsables de política monetaria han mostrado cautela, a la espera de evaluar los efectos a largo plazo de la política comercial impulsada por la administración. Los últimos datos podrían inducir a la Fed a reconsiderar su postura, acercando el escenario a un posible recorte de tipos, medida que sería bien recibida por los mercados bursátiles.

Beneficios empresariales (positivo). A principios de mayo el 90% de las empresas del S&P 500 habían presentado sus resultados del primer trimestre y el 78% de ellas batieron las previsiones de beneficio por acción (BPA). El crecimiento total de los beneficios del índice, liderado por las empresas tecnológicas y financieras, ascendió al 13,6%. Se trata del decimoctavo trimestre consecutivo de crecimiento de los ingresos, lo que revela la firmeza de los fundamentales de las empresas en un entorno macroeconómico difícil.

Niveles de valoración (neutral / positivo). El ratio precio-beneficio (P/E) adelantado del S&P 500 se sitúa en 21,4, por encima de su media a 5 años (19,9) y de su media a 10 años (18,3). Consideramos que el momento actual dentro del ciclo tecnológico —marcado por el inicio de una fase intensa de inversión en la que todas las empresas adoptarán nuevas tecnologías—, junto con los continuos anuncios de los grandes proveedores de servicios en la nube (hyperscalers) sobre inversiones en infraestructuras TI, servidores y centros de datos, justifican un nivel de valoración significativamente superior al promedio histórico.

Panorama sectorial. La volatilidad asociada a los vaivenes arancelarios pasó factura en abril a los sectores industrial, energético y de consumo discrecional. En mayo, en cambio, el alivio de las tensiones comerciales y los buenos resultados ayudaron a impulsar un repunten tecnológicas y financieras, así como utilities y bienes de consumo básico.

<u>Mercado de deuda</u>

Deuda pública. El rendimiento del bono del Tesoro con vencimiento a 10 años repuntó en mayo hasta rondar el 4,50% debido a la inquietud de los inversores por el aumento de los déficits presupuestarios asociados a los recortes de impuestos propuestos y al mayor gasto público. La reciente rebaja de la calificación crediticia de EE.UU. por Moody's de Aaa a Aa1 ejerció aún más presión sobre los bonos a largo plazo, de modo que el mayor riesgo percibido llevó a los inversores a exigir rendimientos también mayores.

Deuda corporativa. Los diferenciales de los bonos con categoría de inversión (IG) se ampliaron brevemente en abril hasta 96 pb por las tensiones comerciales, para estabilizarse a continuación. En alto rendimiento (HY) se estrecharon con fuerza, de 461 a 320 pb, ante el renovado apetito por el riesgo asociado a las mejores expectativas sobre la evolución de la coyuntura macroeconómica.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

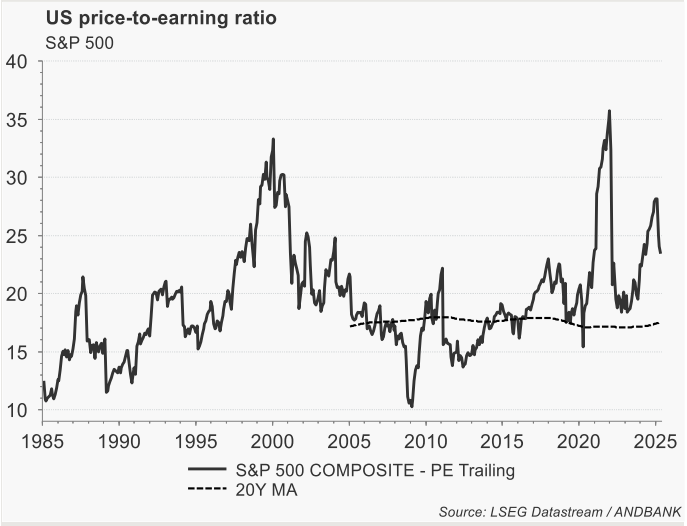
Renta variable (S&P): NEUTRAL

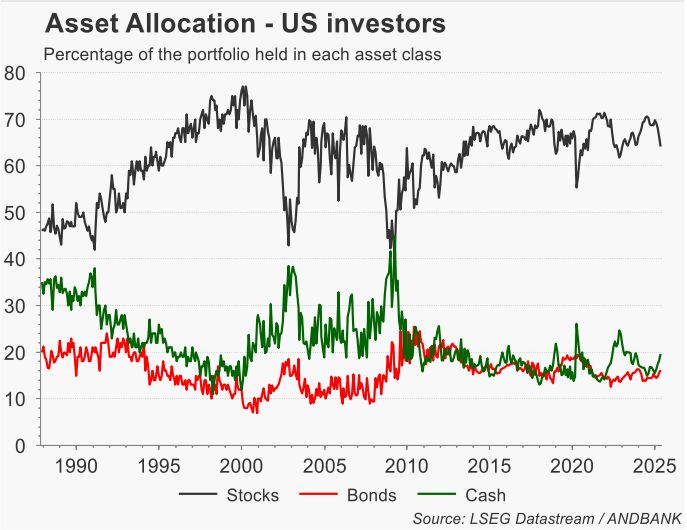
Deuda soberana: (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,75%)

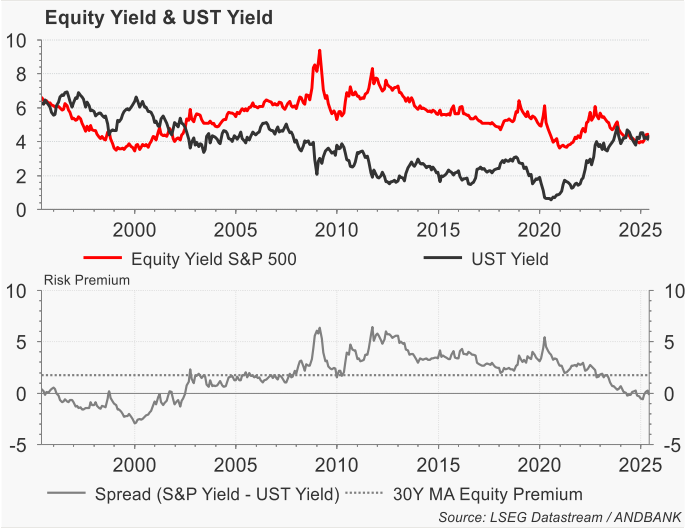
Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR





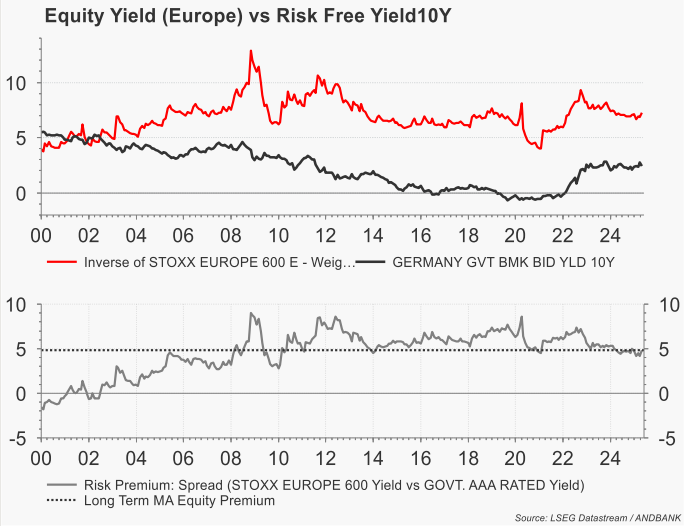


EUROPA

Las posibilidades de acuerdo comercial entre EE.UU y la UE se complican.

En materia arancelaria, cabe destacar que EE.UU. ya ha alcanzado un acuerdo con el Reino Unido, mientras que las negociaciones con la Unión Europea se encuentran en una fase embrionaria pero cada vez más complicadas, y con serio riesgo de quedarse estancadas. El tono inicialmente más conciliador del vicepresidente Vance en sus contactos con Bruselas ha sido sustituido por un endurecimiento drástico del discurso por parte del presidente Trump, quien ha amenazado abiertamente con imponer un arancel único del 50% a todas las importaciones procedentes de la UE —muy por encima del actual promedio del 10%— si no se logra un acuerdo rápido. Esta postura sin duda eleva la tensión bilateral y reduce seriamente las posibilidades de unas negociaciones que lleven a las partes a alcanzar un pacto arancelario en el corto plazo, sobre todo teniendo en cuenta que Europa insiste en que cualquier acuerdo debe respetar los tiempos necesarios para lograr la necesaria unanimidad entre los Estados miembros, lo que alarga inevitablemente el proceso, al mismo tiempo que exaspera a Trump. Siguen vigentes los aranceles sectoriales, como el acero y aluminio (entre otros), pero Trump acaba de firmar un decreto por el que estos aranceles suben al 50% desde el día 4 de junio. Según el mandatario estadounidense, si bien los aranceles al acero y al aluminio impuestos previamente habían contribuido a un sostenimiento crítico de los precios de estos productos en el mercado estadounidense, aún no permitían que estas industrias desarrollen y mantengan las tasas de utilización de la capacidad productiva necesarias para su salud sostenible y para las necesidades proyectadas de defensa nacional. Mientras tanto, el arancel recíproco general del 10% sobre el resto de los bienes importados desde la UE ha sido pospuesto hasta principios de julio. Momento en que la situación podría tensionarse mucho en ausencia de avances claros en las negociaciones.

La mayoría de las propuestas de la UE iban bien encaminadas al proponerse el objetivo de reducir el déficit comercial bilateral. El posible acuerdo debe tener un fuerte componente prospectivo, si bien no cabe descartar represalias por parte de la UE. Existe el riesgo real de que las negociaciones no reduzcan la base arancelaria general al 10%, o incluso se aumente al 25%.



Factores macroeconómicos

Factores alcistas. 1) Cifras del PIB del primer trimestre mejores de lo esperado, tanto en la UE como en el Reino Unido; 2) el mercado interior cobra tracción gracias a su amplia base de consumidores, desempleo en mínimos históricos y robusta tasa de ahorro, que supera con creces la media pre-pandémica; 3) persiste la tendencia desinflacionaria, lo que permitiría avanzar en la relajación monetaria. El repunte de la inflación general en abril se debió a factores puntuales y la subyacente se sitúa ahora por debajo del objetivo.

Factores bajistas. 1) Los mayores aranceles estadounidenses podrían comprometer el crecimiento al afectar hasta al 3% del PIB alemán, sobre todo en el sector del automóvil; 2) el consumo de los hogares se recupera con lentitud pese a las condiciones favorables

Factores políticos

Factores alcistas. 1) La coalición de gobierno alemana actual se ha propuesto relajar la política fiscal para mejorar la confianza empresarial y la inversión. El gobierno parece decidido a acelerar el presupuesto 2025, con un aumento notable en el gasto militar; 2) en el conjunto de la UE existe un creciente impulso político para elevar el gasto nacional en defensa hasta el 1,5% del PIB (800.000 millones de EUR), habiendo otorgado ya los estados su aprobación a un fondo de defensa paneuropeo con 150.000 millones de EUR.

Factores bajistas. 1) La relevancia geopolítica de Europa en un mundo multipolar sigue en entredicho y corre el riesgo de convertirse en un actor marginal; 2) la UE se enfrenta a una larga y compleja lista de tareas pendientes, empezando por la apremiante necesidad de minorar la carga regulatoria; 3) pese a las múltiples reuniones bilaterales e informales (Zelensky con Trump/Vance, y conversaciones de Trump con Putin), no se ha producido ningún avance concreto hacia la paz en Ucrania.

Mercados financieros: deuda pública, deuda corporativa y renta variable

Deuda pública

Factores alcistas. 1) Aún existe cierto margen para insistir en la relajación monetaria, previéndose que el tipo de la facilidad de depósito acabe rondando en junio el 2%.

Factores bajistas. 1) El BCE ha pasado de proponerse una política «significativamente menos restrictiva» a adoptar otra «más próxima a la neutralidad»; dado que el tipo natural se estima en el rango del 1,75-2,25%, el margen para recortes adicionales de tipos se ha reducido; 2) se espera un notable aumento en la emisión de bonos por la expansión fiscal alemana y para financiar el rearme, lo que implica primas por plazo exigidas mayores.

Deuda corporativa

Factores alcistas. 1) El impulso fiscal de Alemania en el futuro inmediato es clave para sostener el crecimiento y la confianza de los agentes económicos; 2) en líneas generales, los fundamentos de los bonos corporativos se mantienen firmes; 3) las tasas de impago siguen siendo bajas tanto en grado de inversión (IG) como en alto rendimiento (HY).

Factores bajistas. 1) Los aranceles son un lastre para sectores de automoción o farmacia, y economías como la Alemana. 2) los impagos en HY han aumentado ligeramente, lo que apunta a indicios de tensión en los bonos de menor calificación.

Resumen del mercado de renta variable

Pese a las tensiones arancelarias latentes, los índices bursátiles han repuntado con fuerza y varios (como el DAX y el IBEX) han repetido máximos anuales y casi se han recuperado de todas sus pérdidas recientes. Las previsiones de beneficios se mantienen prácticamente sin cambios, pero lo que ha cambiado y no poco es la confianza inversora en los activos europeos. Esta actitud más optimista, unida a unos niveles de valoración atractivos, el estímulo fiscal alemán y la política monetaria acomodaticia del BCE, contribuye a que hayan mejorado las perspectivas de los mercados europeos para los próximos meses.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL
Deuda soberana (países centrales y periféricos):
- P. centrales: INFRAPONDERAR. (Bund, rendimiento objetivo: 3,1%)
- P. perif.: INFRAPONDERAR (IT 4,35%; ES 3,85%; PT 3,6%; IR 3,5%; GR 4,10%)
Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 65 pb)
Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAP (diferencial objetivo: 350 pb)
Tipo cambio (EUR/USD): banda táctica: 1 - 1,15, banda estructural: 0,9-1,10.

ESPAÑA

La economía, sin dejar de ser robusta, empieza a dar algunas muestras de debilidad

Evolución y perspectivas macroeconómicas

La tasa de crecimiento del sector privado de la economía española se ralentizó en abril y marcó su nivel más bajo desde principios de 2024. La desaceleración de la actividad se debió sobre todo a una nueva contracción del sector manufacturero, que medida por el indicador PMI pasó de 49,5 puntos en marzo a 48,1 en abril, su nivel más bajo desde finales de 2023. Por su parte, el crecimiento del sector servicios en el mes se debilitó al pasar su PMI de 54,7 a 53,4 puntos; si bien encadena 20 meses de expansión, el dato es el peor desde noviembre de 2024. El índice PMI compuesto pasó en mismo periodo de 54 a 52,5 puntos.

Como nota más positiva, el Índice de Producción Industrial (IPI) creció en marzo a una tasa del 8,5% interanual, la mayor desde abril de 2024, y todo un repunte tras descensos previos. En concreto, supone un cambio de tendencia tras sendas contracciones del 1,4% y 2,4% registradas en enero y febrero. Corregida por efectos estacionales y de calendario, la producción industrial aumentó un 1% interanual en marzo, lo que contrasta con la caída del 1,9% del mes anterior.

El mercado de la vivienda también evolucionó satisfactoriamente. Las ventas aumentaron en marzo un 40,6% interanual, registrándose 62.808 transacciones, la mejor cifra para ese mes desde 2007. El dato, que refleja una aceleración significativa respecto a febrero, marca el noveno mes consecutivo de crecimiento interanual.

El mercado de trabajo sigue mostrando aguante. El dato de paro registrado disminuyó en abril en 67.420 personas y situó el total de desempleados en 2,51 millones, su cifra más baja de los últimos 17 años. La afiliación a la Seguridad Social registró el segundo mejor abril de su historia al incorporar casi 231.000 nuevos cotizantes. Estos resultados reflejan el efecto favorable de la Semana Santa, que este año cayó en abril. El dato de empleo de marzo ya fue bueno, con una creación neta de 161.491 puestos de trabajo, gracias sobre todo al sector de la hostelería.

La renta real de los hogares españoles confirmó a finales de 2024 su tendencia al alza al crecer un 3,5% en el año, casi el doble que la media de los países de la OCDE (1,8%). De hecho, España registró el segundo mejor dato de la OCDE, por detrás únicamente de Portugal (6,7%). Sin embargo, el crecimiento de la renta se estancó en el último trimestre del año, lo que implicó una ligera desaceleración respecto al aumento del 3,7% de 2023.

La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha revisado a la baja sus previsiones de PIB: recortó en 0,2 y 0,3 pp las previsiones anteriores y espera ahora tasas de crecimiento del 2,3% en 2025 y del 1,7% en 2026, ambas por debajo de las estimaciones oficiales del gobierno del 2,6% y 2,2%. La AIReF coincide en que el déficit público se mantendrá por debajo del 3% del PIB hasta 2028, pero advierte de un posible deterioro de la evolución fiscal a partir de 2026.

Noticias políticas

España se ha visto envuelta en varias cuestiones a nivel internacional. El Presidente del Gobierno, Pedro Sánchez, pidió que se prohibiera a Israel participar en Eurovisión, estableciendo paralelismos con la expulsión de Rusia del certamen en 2022. También rescindió un contrato de suministro de munición con Israel ante las protestas de la opinión pública. Las tensiones comerciales y la política mundial siguen generando preocupación, ya que habría empresas chinas planteándose realizar inversiones importantes en el país.

Además, España sufrió un apagón total que afectó a gran parte de la Península Ibérica. Aunque en un principio se especuló con un ciberataque, el operador de la red eléctrica española descartó una intrusión en sus sistemas de control y atribuyó el súbito apagón a una «extraña desaparición de electricidad».

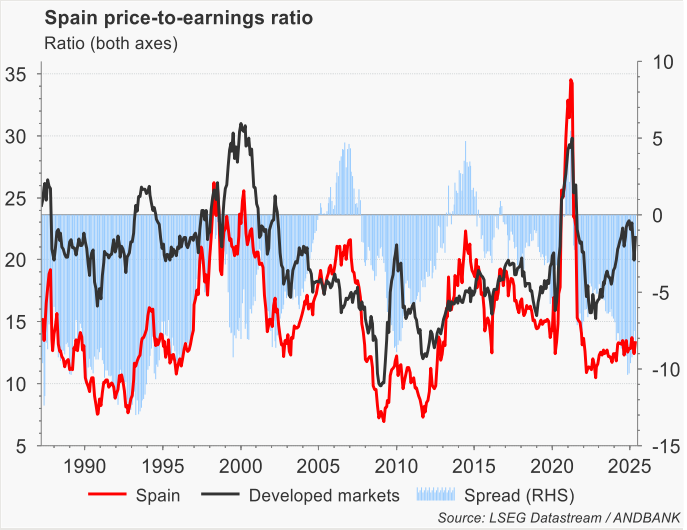
Mercado de renta variable

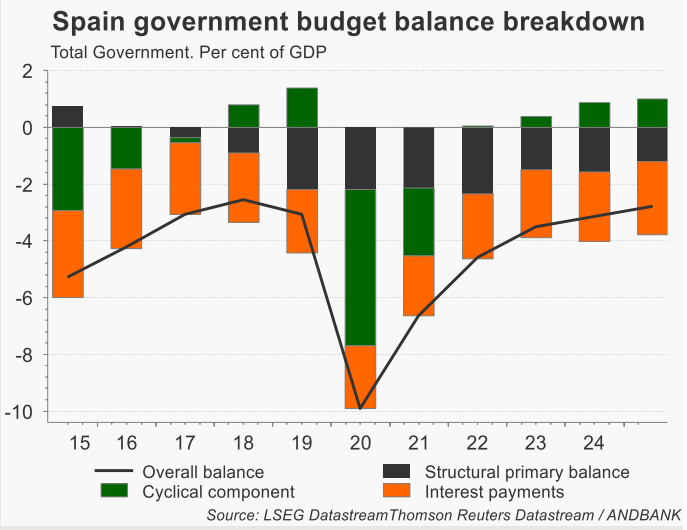
La renta variable española ha repuntado con fuerza y acumula en lo que va de año una revalorización cercana al 20%, superando con ello a la mayoría de mercados europeos. El recorrido alcista ha sido generalizado en todos los sectores, destacando el bancario pese al entorno menos favorable de tipos de interés. El movimiento al alza de las cotizaciones se apoyó más en la expansión de los múltiplos de valoración que en cambios en las expectativas de beneficios, que se han mantenido relativamente estables en los últimos meses.

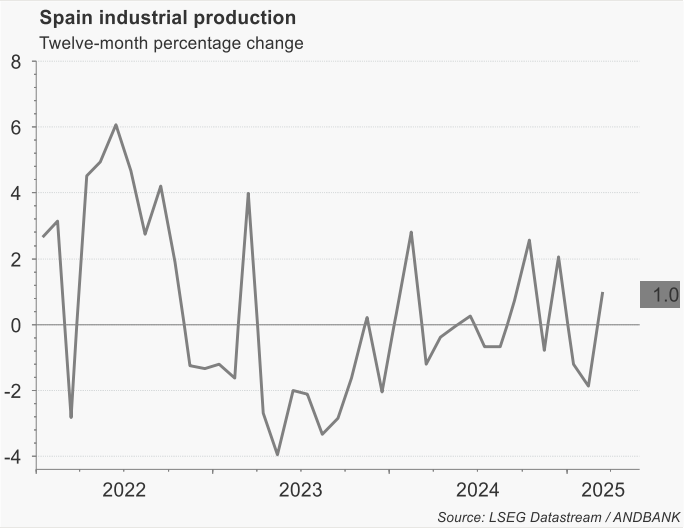
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono español a 10 años): INFRAP. (rend. objetivo: 3,85%)







CHINA

EE.UU. podría mantener aranceles del 30% hasta finales de año, mientras Pekín los reduce y relaja restricciones

China suaviza las medidas de represalia no arancelarias contra Estados Unidos

Tras reducir al 10% los aranceles sobre los productos estadounidenses por un periodo inicial de 90 días a partir del 14 de mayo, China ha decidido también suspender su «lista de entidades no fiables». La suspensión, que se aplica a 17 empresas estadounidenses incorporadas a la lista en abril, estará en vigor durante ese mismo periodo. Además, China ha levantado temporalmente las medidas de control a la exportación de tierras raras que afectaban a 28 entidades estadounidenses, a las que se incluyó en la lista de control de exportaciones en sendas rondas anunciadas el 4 y 9 de abril. La suspensión en la aplicación de estas medidas también durará 90 días.

Acuerdo comercial entre China y EE.UU: división sobre su previsible evolución

Una encuesta entre analistas e inversores puso de manifiesto las bajas expectativas de que EE.UU. reduzca en 2025 los aranceles sobre productos chinos por debajo del 30%. Sus resultados también reflejan escepticismo al respecto de que las partes logren cerrar un acuerdo comercial significativo en el corto plazo, más allá de pactos insustanciales.

EE.UU. no termina de incluir en su «lista negra» a fabricantes chinos de *chips*

El gobierno de Trump planea añadir a su «lista de entidades» más empresas fabricantes de semiconductores, incluidas filiales de YMTC y SMIC, al tiempo que el Departamento de Comercio considera aplicar nuevas restricciones al sector. Ahora bien, hay quien desde el gobierno estadounidense ha expresado inquietud por que las medidas puedan perjudicar las negociaciones comerciales en curso con China, en las que ambas partes intentan alcanzar un acuerdo de largo plazo. Por su parte, un portavoz del Ministerio de Asuntos Exteriores chino criticó los intentos del gobierno de EE.UU. de restringir el uso de los *chips* Ascend de Huawei, calificándolos de violación de las normas de control de exportaciones de EE.UU.

Menor pesimismo ante las conversaciones comerciales entre EE.UU. y China

La última encuesta de BofA Asia sobre inversión en la región asiática, realizada antes de las conversaciones comerciales entre EE.UU. y China en Ginebra el 8 de mayo, reveló un menor pesimismo inversor (pasó del 89% al 77%), al tiempo que quienes esperaban una ralentización de los beneficios disminuyeron del 78% al 58%. Destacó la emergencia de India como mercado más favorecido, desbancando a Japón, a la que los inversores ven como principal beneficiaria del reajuste de las cadenas de suministro mundiales tras la ofensiva arancelaria, centrándose el interés en valores de infraestructuras y consumo. China remontó al tercer puesto gracias a la creciente preferencia de los inversores por los sectores de IA y semiconductores, así como por aquellos valores que ofrecen recompras y repartos de dividendo.

Nvidia planea establecer un centro de I+D en China

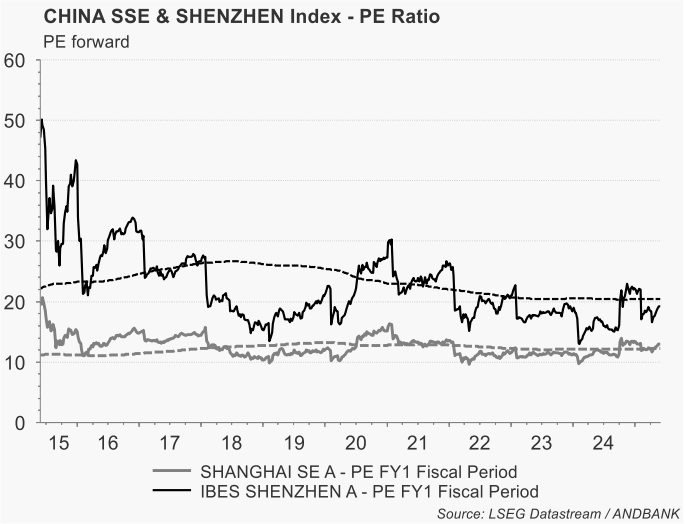
Nvidia se propone crear un centro de investigación y desarrollo en Shanghái ante la caída de sus ventas en China, consecuencia de las estrictas restricciones a la exportación impuestas por el gobierno estadounidense. El centro, que se adaptaría a las necesidades específicas de los clientes establecidos en China, se adheriría a requisitos técnicos que garantizasen que se satisfacen los requisitos de exportación de EE.UU. El gobierno chino ha expresado públicamente apoyo a la iniciativa, mientras Nvidia presiona para obtener la aprobación de las autoridades estadounidenses.

Los datos microeconómicos dejan que desear

Tras anunciarse una tregua de 90 días en el frente comercial sino-estadounidense, la atención de los inversores se desplazó hacia los resultados empresariales y otros datos microeconómicos. Las cifras de préstamo decepcionaron por mucho las expectativas, situándose los nuevos préstamos en tan solo 280.000 millones de CNY en abril, muy por debajo de los 3,64 billones de CNY de marzo y también de la estimación de consenso de 700.000 millones de CNY. Ante estos datos, el Banco Popular de China (PBoC) redujo en medio punto el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) con miras a inyectar liquidez por un importe de 1 billón de CNY.

Disparidad en resultados empresariales

En este apartado, Alibaba registró en el cuarto trimestre de 2024 ingresos inferiores a los esperados, lo que hundió su cotización y lastró los índices de referencia. Tencent, en cambio, presentó unos sólidos resultados del primer trimestre de 2025, con un aumento de ingresos del 13% interanual que batió las expectativas de los analistas. La empresa se benefició de buenos resultados en su negocio de videojuegos y de registrar los primeros beneficios en sus inversiones en inteligencia artificial.



Trump reduce los aranceles a la pequeña paquetería, pero el tipo aplicado continúa siendo alto (54%)

Hubo cierta confusión tras anunciarse una desescalada en el conflicto arancelario entre Estados Unidos y China por la clamorosa omisión, en la declaración inicial de Washington, de referencias al arancel *de minimis*. Las exenciones a productos chinos valorados en 800 dólares o menos dejaron de aplicarse oficialmente el 2 de mayo, quedando sujetos esos envíos a un gravamen del 120% o a una tarifa postal fija por artículo de 100 dólares. Tras la tregua, el gobierno de Trump redujo al 54% el tipo del arancel sobre la pequeña paquetería procedente de China continental y Hong Kong, con efectos a partir del 14 de mayo. Con todo, la tarifa postal de 100 dólares siguió en vigor para envíos realizados después del 2 de mayo, y se canceló el aumento (previsto para el 1 de junio) de una tarifa postal de 200 dólares. Pese a la reducción, numerosas empresas pequeñas afirman que el alivio es insuficiente, se remiten a los continuos retos que plantea servir a clientes estadounidenses y expresan incertidumbre sobre si los aranceles volverán a subir una vez expire la tregua de 90 días.

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

El acuerdo comercial con EE.UU. sigue sin resolverse mientras las partes buscan una solución más amplia

Kato, Ministro de Economía y Finanzas, reitera su objetivo de abordar la cuestión cambiaria con Scott Bessent, Secretario del Tesoro de EE.UU.

Katsunobu Kato indicó que ambos se reafirmaron en la convicción tanto de que los tipos de cambio debían determinarlos las fuerzas del mercado como de que una volatilidad excesiva en los mercados de divisas planteaba riesgos para los resultados económicos y la estabilidad financiera. Kato expresó su confianza en que este entendimiento mutuo sirviera de base para alcanzar un acuerdo comercial más amplio y de largo plazo entre ambos países, y añadió que pretendía incluir la cuestión cambiaria en el marco normal de las negociaciones arancelarias en curso. Por su parte, el líder del Partido Democrático para el Pueblo (DPP), en la oposición, propuso que se considerara la idea de, a cambio de obtener concesiones arancelarias, convertir a su vencimiento las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense en bonos a muy largo plazo. Los inversores siguen atentos a la posibilidad de que EE.UU. presione a Japón a corregir la depreciación del yen, que considera una barrera comercial no arancelaria, aunque desde el gobierno japonés ya se ha rechazado la idea de vender sin más reservas de divisas (USD) para fortalecer el yen.

PIB trimestral inferior al esperado debido al lastre exterior y la resaca inflacionaria

El PIB se contrajo en el primer trimestre del año un 0,7% en términos anualizados, una contracción superior a la esperada (-0,2%) que representó el primer dato negativo desde hacía un año y que siguió a un crecimiento del 2,4% en el cuarto trimestre de 2024. La principal sorpresa provino de la demanda exterior, ya que las exportaciones disminuyeron inesperadamente mientras que las importaciones superaron las previsiones. El gasto de inversión en capital fijo creció moderadamente y la demanda pública se mantuvo estable.

La inflación continúa operando como un contratiempo importante

El IPC subyacente previsiblemente pasará del 3,2% interanual en marzo al 3,4% en abril, alcanzando el que sería su nivel más alto en dos años, lo que se explica por el recorte de las subvenciones a la energía y el encarecimiento de los alimentos. El deflactor del PIB se aceleró en el primer trimestre al 3,3% debido al fuerte crecimiento del PIB nominal, del 3,1% trimestral anualizado, con el que encadena seis trimestres consecutivos al alza. Sin embargo, la brecha entre el crecimiento nominal y el real continúa siendo amplia, con un aumento del PIB real de sólo el 0,2% en el primer trimestre de 2025 que pone de relieve las persistentes presiones inflacionistas en 2024. Ante el encarecimiento del componente alimentario el gobierno anunció la liberación de 300.000 toneladas métricas adicionales de arroz de las reservas de emergencia, parte del cual se asignaría directamente a los consumidores, sorteando a los mayoristas, para garantizar unos precios más asequibles.

Un consejero del BoJ aboga por mantener los tipos y no acelerar el proceso de QT

Nakamura, miembro del Consejo de gobierno del Banco de Japón (BoJ), se posicionó a favor de mantener los tipos de interés alegando factores de incertidumbre y un posible deterioro del PIB. La creciente especulación sobre los estímulos fiscales y el consiguiente alza en los rendimientos de los bonos a muy largo plazo desataron el debate sobre el ritmo al que el BoJ debería reducir las compras de bonos. El alza en los rendimientos probablemente retrasaría la decisión de política monetaria en relación con el proceso de endurecimiento cuantitativo (QT). No prevemos cambios significativos en la composición o el ritmo de compras de bonos, ya que el banco central aspira a evitar perturbaciones en el mercado. Esta postura de prudencia general debería disuadir de acelerar el proceso de moderación del nivel de liquidez (*tapering*), un factor que favorece a la renta variable.

Incertidumbres en la próxima ronda de conversaciones comerciales con EE.UU.

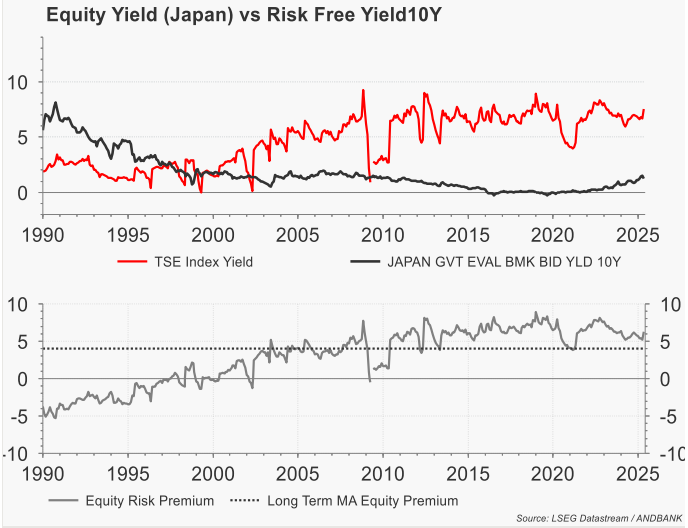
Representantes comerciales de EE.UU. y Japón se han citado para una tercera ronda de negociaciones a final de mayo (la idea es que Akazawa, el principal negociador japonés, regrese a EE.UU. tras la cumbre del G-7 prevista para el 20-22 de mayo en Canadá). Akazawa manifestó a la prensa que Japón sigue empeñada en asegurarse exenciones arancelarias. La agenda incluye una amplia gama de cuestiones, como abordar barreras no arancelarias (como supuestamente sería la depreciación del yen), ampliar el comercio bilateral y reforzar la cooperación en materia de seguridad económica. Tokio estaría valorando sus bazas de negociación en todos estos ámbitos, en particular aumentar la importación de productos agrícolas de EE.UU., como maíz y soja. Persisten dificultades, con todo. Las propuestas de ampliar las importaciones de arroz se retiraron tras la reacción de grupos agrícolas nacionales y del partido gobernante, el PLD, y apenas han avanzado las conversaciones sobre el sector automovilístico. Japón expresó apoyo a la construcción naval en EE.UU., en consonancia con los objetivos de seguridad económica compartida.

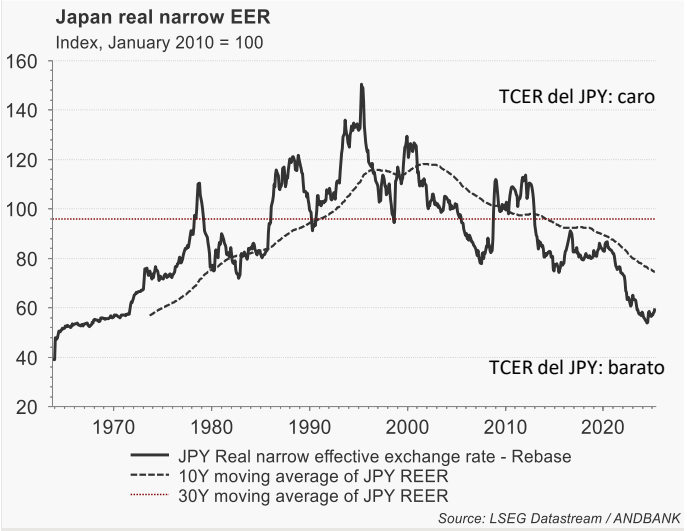
Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (N225): NEUTRAL

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,5%)

Tipo de cambio (USD/JPY): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 150)





INDIA

Para los inversores en India, el factor decisivo no es el atractivo relativo de las acciones chinas, sino la trayectoria del yen japonés

Inicialmente asumimos que los inversores indios estarían centrados en si el capital seguiría saliendo de la renta variable india en favor de las acciones chinas, que presentan valoraciones más atractivas. Sin embargo, para nuestra sorpresa, el tema dominante de discusión no fue China, sino el yen japonés.

Es cierto que, tras la fuerte apreciación del yen el verano pasado, los precios en varios mercados comenzaron a deteriorarse. La renta variable india cayó un 20% en términos de USD. Las acciones brasileñas también se desplomaron un 20% y la renta fija brasileña retrocedió un 13%. La mayoría de los inversores en mercados emergentes estaban fuertemente sobreponderados en renta variable india, considerada ampliamente como el único punto brillante dentro de la clase de activos. Al mismo tiempo, las tensiones entre el presidente brasileño Luiz Inácio Lula da Silva y el banco central añadieron presión adicional. Pero desde cualquier ángulo, estas caídas supusieron una auténtica onda de choque —con el yen como epicentro. El propósito de este artículo no es atribuir un poder desproporcionado de movimiento de mercado a la legendaria "Mrs. Watanabe". Sin embargo, históricamente, la renta variable india y la renta fija de países como Brasil o Indonesia han sido destinos preferentes para el exceso de ahorro de los hogares japoneses. Las preocupaciones de los inversores en India eran —y siguen siendo— plenamente justificadas, especialmente si se considera probable que el yen continúe apreciándose a corto plazo. Tal escenario podría llevar a Mrs. Watanabe a seguir deshaciendo posiciones en el extranjero —en mercados como India o Brasil— y repatriar fondos a yenes antes de que la divisa se fortalezca aún más.

Existen tres posibles trayectorias para el mercado indio en el próximo año

Escenario 1 (Probabilidad 20%): El yen continúa fortaleciéndose significativamente, y el capital japonés abandona los mercados emergentes, afectando al mercado indio. Un nuevo rally del yen lleva a los inversores japoneses a deshacer posiciones en activos extranjeros. La renta variable india, junto con otros destinos tradicionales del ahorro japonés como la renta fija brasileña, sufre presiones. El capital repatriado fluye hacia activos domésticos japoneses que ofrecen rendimientos atractivos, en especial en sectores financieros e infraestructuras.

Escenario 2 (Probabilidad 40%): El yen se aprecia, pero los flujos globales hacia los mercados emergentes dan apoyo, especialmente al mercado indio. Aunque un yen más fuerte representa un viento en contra para la renta variable india, el colapso del relato de la "excepcionalidad estadounidense" desencadena una rotación estructural de los portafolios globales fuera de EE.UU. y hacia el resto del mundo. A medida que los grandes asignadores de activos regresan a los emergentes, India podría encontrar soporte y estabilizarse hacia finales de año.

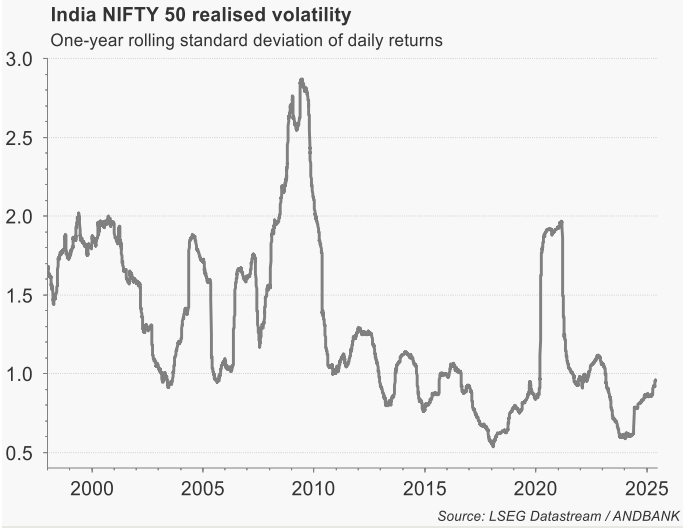
Escenario 3 (Probabilidad 40%): El yen no logra continuar su rally, lo que permite la estabilización y recuperación gradual del mercado indio. El yen ya se ha apreciado significativamente, pasando de 162 en julio de 2024 a su nivel actual de 142 (cotización directa del USD/JPY). De hecho, entre enero de 2025 y hoy, la divisa japonesa ha subido desde 158,3 hasta 142. No obstante, a lo largo de mayo, el yen parece haberse estabilizado, lo que podría indicar un proceso de suelo. De confirmarse, esto reduciría la probabilidad de nuevas apreciaciones bruscas del yen, limitando la repatriación de capitales por parte de los inversores japoneses y mitigando la presión sobre mercados emergentes como India. Pese a los mayores rendimientos de los bonos japoneses y la presión estadounidense para una apreciación del yen, el diferencial de tipos sigue favoreciendo al dólar (y desfavoreciendo al yen), lo que podría impedir una apreciación adicional significativa del yen, o al menos suficiente como para dañar al mercado indio. En este entorno, India evita salidas de capital motivadas por el yen y mantiene su atractivo relativo dentro del universo emergente.

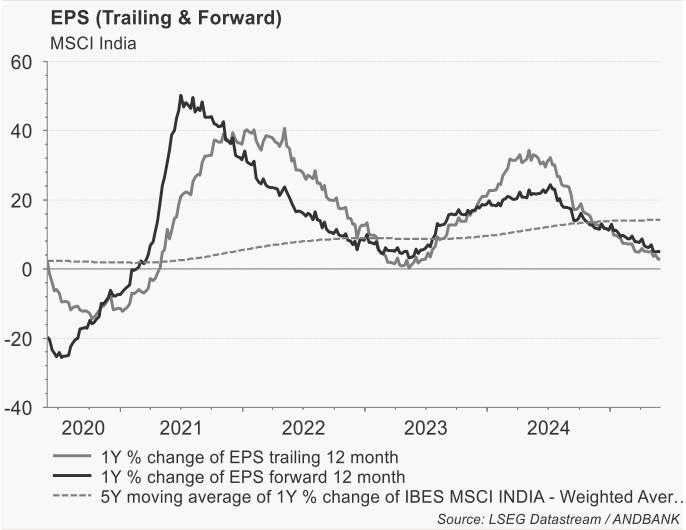
Actualización macroeconómica de India: el camino hacia la recuperación

La economía india muestra señales de reactivación, con un crecimiento del PIB nuevamente por encima del 7%, impulsado por una política monetaria expansiva y un consumo saludable de los hogares. Los recortes fiscales también contribuirán, aunque de forma marginal. En concreto, la economía india creció un 7,4% en el periodo de enero a marzo, frente al 6,2% del trimestre anterior, superando ampliamente las expectativas de los analistas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 5,75%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 86)





ISRAEL

Los mercados parecen restar importancia a los riesgos de seguridad

Panorama económico

El entorno económico del país estuvo configurado en mayo por una compleja interacción de acontecimientos políticos, unas primeras señales de estabilización de los principales indicadores económicos y la persistente incertidumbre geopolítica. Un hito notable fue la gira regional del presidente de Estados Unidos, Donald Trump, cuyas visitas a Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Qatar alentaron el optimismo sobre un eventual cambio estratégico en la región en materia diplomática. Los mercados respondieron de manera favorable al tono de reconciliación y al énfasis en la cooperación económica.

En cuanto a la economía interna, los datos económicos publicados en mayo apuntaron a cierta estabilización. Las estimaciones preliminares de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2025 son de un repunte del 3,4% en términos anualizados, principalmente impulsado por el gasto de consumo y la fuerte demanda del sector público. Con todo, la inflación sigue preocupando: el índice de precios al consumo (IPC) aumentó un 1,1% en abril, lo que indica que persisten presiones sobre los precios.

El panorama presupuestario continúa siendo complicado. Pese a haberse registrado en el primer trimestre ingresos fiscales superiores a los previstos, el elevado déficit fiscal sigue rondando el 5,6% del PIB. El gasto militar y de defensa se mantiene como uno de los principales componentes del gasto público.

Renta fija

El mercado de deuda pública israelí exhibió mayor volatilidad en mayo, generada por la cambiante dinámica geopolítica y por la evolución de las expectativas sobre la política monetaria. La pendiente de la curva de tipos-plazos se acentuó ligeramente, invirtiendo en parte la tendencia a aplanarse observada en abril. Los rendimientos de los valores de deuda pública a corto plazo se mantuvieron relativamente estables, mientras que los de los bonos a 10 años aumentaron 12 pb, al 4,52%, reflejando la creciente preocupación de los inversores por la sostenibilidad fiscal a largo plazo y por los riesgos geopolíticos.

El Banco de Israel mantuvo el tipo de interés de referencia en el 4,5% por novena sesión consecutiva y reiteró que solo se plantearía recortar los tipos cuando la inflación volviera a situarse en el rango objetivo del 1%-3%.

Nuestra estrategia en renta fija sigue siendo defensiva, por lo que seguimos favoreciendo *duraciones* de hasta 3,5 años, manteniendo una asignación equilibrada entre valores de deuda pública con rendimientos nominales e indexados al IPC.

Renta variable

El índice de la Bolsa de Tel Aviv (TASE) se anotó en mayo fuertes ganancias gracias al afianzamiento de la confianza a nivel mundial, las perspectivas de normalización regional y señales de estabilidad en la economía interna. El índice TA-125 se revalorizó un 6,5% en el mes, con alzas generalizadas en la mayoría de sectores.

El sector financiero lideró el repunte apoyado en los buenos resultados que obtuvieron bancos y compañías de seguros en el primer trimestre. El comportamiento del sector aeroespacial y de defensa también fue satisfactorio, si bien los resultados no mantuvieron el impulso de los primeros meses del año. En particular, el interés de los inversores en este sector respondió a una iniciativa de sistemas de defensa basados en inteligencia artificial que podría transformar la colaboración regional entre defensa y tecnología.

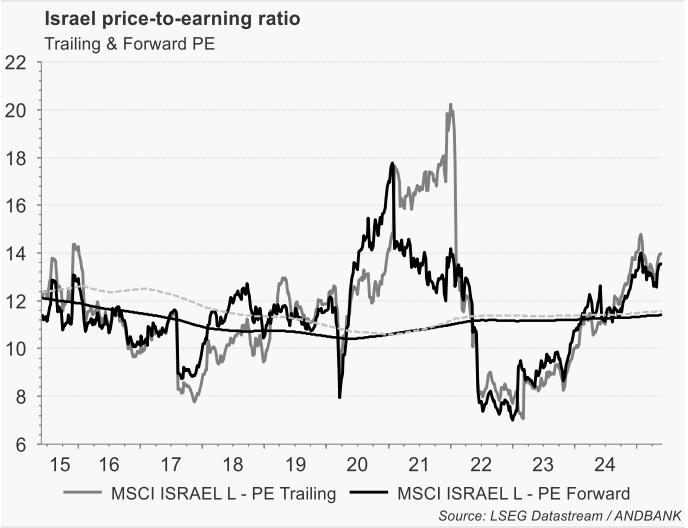
El sector inmobiliario, por su parte, registró resultados dispares: el segmento comercial se recuperó algo de los descensos que experimentó en abril, mientras que los promotores de vivienda residencial siguieron teniéndolo difícil con los elevados tipos hipotecarios y la atonía en las transacciones.

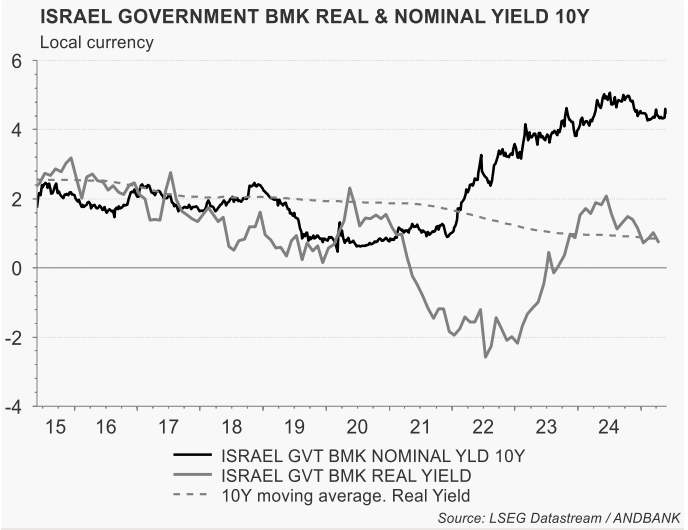
Los valores tecnológicos exhibieron una notable fortaleza, en particular algunas medianas empresas de software y semiconductores, debido al optimismo sobre las tendencias de la IA y la automatización. Los inversores internacionales, especialmente de EE.UU. y Asia, mostraron creciente interés por las ofertas públicas de salida a bolsa (OPV), y por ofertas en el mercado secundario, de valores tecnológicos israelíes.

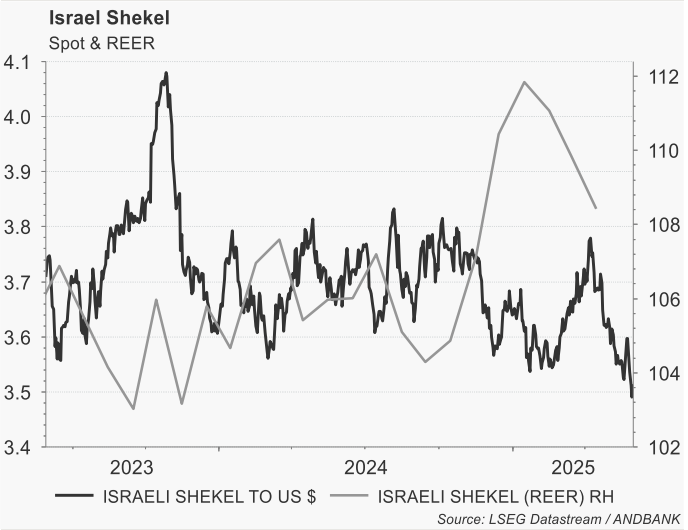
En general, el mercado bursátil parece estar reflejando en los precios unas perspectivas relativamente optimistas. Aunque persisten los riesgos geopolíticos, la confianza de los inversores está apoyándose en estos momentos en el potencial alcista que entrañan los acuerdos regionales y en la capacidad de aguante de los beneficios en sectores clave.

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

Cae el apoyo: nuevo golpe a la popularidad de Lula

Se descubre un fraude masivo en el sistema de pensiones brasileño

La Policía Federal brasileña ha descubierto una trama de fraude a gran escala dirigida contra el Instituto Nacional de la Seguridad Social (INSS). La investigación reveló que varias asociaciones estaban deduciendo ilegalmente cuotas mensuales a jubilados y pensionistas sin su consentimiento. Las deducciones se basaban en firmas falsificadas y tenían detrás organizaciones falsas, muchas de ellas registradas a nombre de personas vulnerables, como ancianos o discapacitados. Se estima que la trama, activa entre 2019 y 2024, ha causado pérdidas de hasta 6.300 millones de reales. El fraude consistía en inscribir a jubilados en varias asociaciones el mismo día, a menudo con idénticas faltas de ortografía y sin autorización formal. Una vulnerabilidad en el sistema de la plataforma del INSS, que posibilitaba procesar por lotes las deducciones sin requerir consentimiento individual, permitió la continuidad de la operación fraudulenta sin que saltaran las alertas. Algunas asociaciones implicadas incluso compartían direcciones y organigramas, lo que es indicativo de que se trataba de una actividad delictiva coordinada.

Repercusiones políticas: la popularidad de Lula, penalizada

Más allá del perjuicio financiero para los ciudadanos más vulnerables, el escándalo ha tenido importantes repercusiones políticas. Los sondeos internos del Gobierno muestran que estas revelaciones frenaron abruptamente una modesta recuperación de los índices de aprobación del presidente Lula, que habían ido mejorando entre febrero y abril de 2025 tras la polémica suscitada con la fiscalización del sistema de pagos instantáneos PIX. La lenta e ineficaz respuesta de la administración —especialmente en materia de comunicación digital— permitió a la oposición dominar la narrativa y presentar el escándalo como emblemático de la incompetencia y corrupción del gobierno. Aunque el presidente Lula enfatizó que la investigación la inició su gobierno y que el fraude se originó durante el gobierno de Bolsonaro, los críticos señalaron que el Ministerio de Seguridad Social no actuó ante las primeras alertas. La destitución del ministro Carlos Lupi no ha servido para acallar las peticiones de una investigación a fondo, y los líderes de la oposición presionan ahora para crear una comisión parlamentaria de investigación. El impacto político a largo plazo dependerá en gran medida de la capacidad del gobierno para compensar a los jubilados afectados y restituir la confianza del público, sobre todo entre los votantes de más edad, un grupo demográfico que es clave para Lula.

La actividad económica crece y la inflación persiste

La economía brasileña creció en el primer trimestre de 2025 un 1,3%, según los datos ajustados estacionalmente del Índice de Actividad Económica del Banco Central (IBC-Br). En términos interanuales, la actividad económica aumentó un 3,7%, registrándose solo en el mes de marzo un incremento mensual del 0,8%. El IBC-Br, un indicador clave del PIB, también registró un avance del +4,2% interanual. Con estos buenos datos de actividad, la inflación continúa siendo preocupante. La inflación oficial en abril fue del 0,43%, continuando la tendencia a la baja desde el 1,31% de febrero y 0,56% de marzo. Sin embargo, la inflación acumulada en 12 meses alcanzó el 5,53%, significativamente superior al objetivo del Banco Central de Brasil (BCB) del 3,0%, y marcó el sexto mes consecutivo por encima del límite superior de su rango de tolerancia. Para combatir las persistentes presiones sobre los precios, el BCB decidió elevar el tipo Selic en la reunión de mayo en 50 pb, hasta el 14,75%, el nivel más alto desde 2016. El comunicado que acompañó a la decisión reafirmaba el compromiso de mantener una política monetaria restrictiva y subrayaba que las decisiones futuras seguirían dependiendo de los datos.

El crecimiento podría desacelerarse por las presiones monetaria y fiscal

El crecimiento del primer trimestre fue sólido, pero se espera una desaceleración en el segundo debido a una combinación de retos a escala nacional y mundial. Los elevados costes de endeudamiento seguirán lastrando el consumo y la inversión, al tiempo que el limitado espacio presupuestario resta capacidad al gobierno para estimular la economía. La deuda bruta de las administraciones públicas de Brasil ascendía al 76,5% del PIB a finales de 2024 y la previsión es que continúe aumentando si no se acometen reformas fiscales significativas. Los economistas advierten de que, sin ajustes estructurales y una mayor disciplina presupuestaria, el potencial de crecimiento de Brasil seguirá siendo limitado durante el resto de 2025.

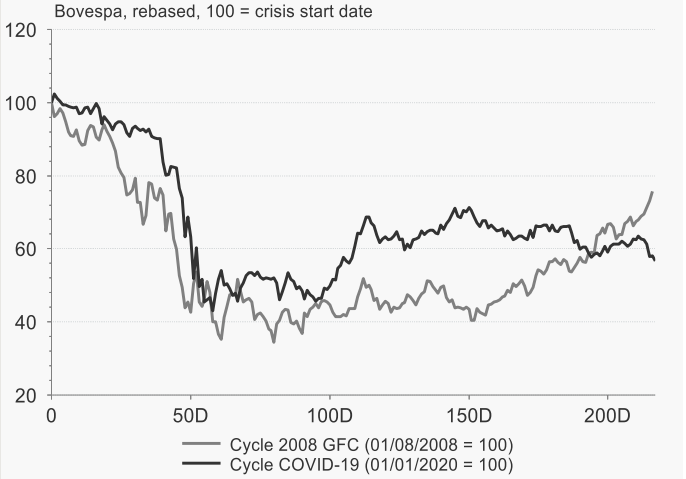
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDONDERAR
Deuda soberana en divisa local: SOBREP. (dif. obj.: 1.000 pb; rend. obj.: 14,75%)
Deuda soberana en USD: INFRAP. (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

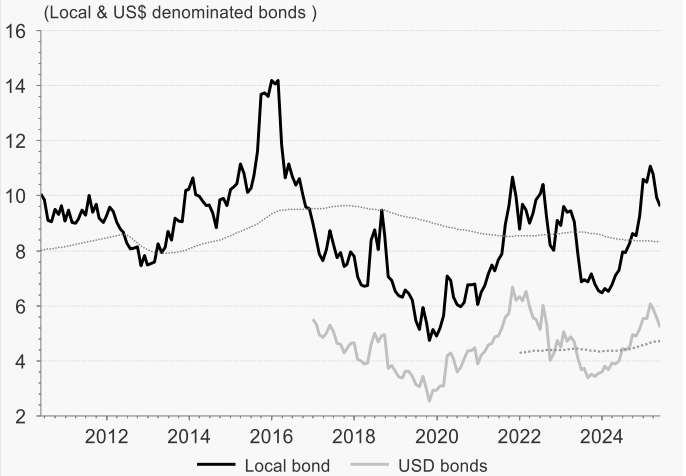
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST
(Local & US$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

MÉXICO

La nación está ante una coyuntura crucial: abundan las oportunidades, pero algunas áreas requieren ajustes

Política monetaria: Banxico aplica el recorte de tipos previsto

Como se esperaba, el Banco Central de México (Banxico) recortó su tipo de interés oficial en 50 pb, situando el tipo de referencia en el 8,50%, y mantuvo la previsión de un recorte de tipos similar en junio. A pesar de las revisiones al alza de las previsiones de inflación subyacente para los próximos trimestres, Banxico reiteró su expectativa de un retorno al objetivo de inflación a largo plazo del 3% a principios de 2026. El consenso del mercado —que coincide con nuestra opinión— prevé recortes adicionales de entre 100 y 125 pb en lo que queda de 2025, lo que situaría el tipo *terminal* en torno al 7,25-7,50%.

Actividad económica e inflación

Tras una contracción del PIB en el cuarto trimestre de 2024 (el primero negativo desde 2021) se produjo un repunte del consumo interno y de las exportaciones que sostuvo el crecimiento en el primer trimestre de 2025, lo que contribuyó a evitar la recesión técnica. La producción industrial registró en febrero una importante recuperación, impulsada por la actividad de construcción y el dinamismo de la industria manufacturera. Tanto la inflación general como la subyacente se situaron en abril en el 3,93% interanual. Si bien la inflación general disminuyó debido a las subvenciones estacionales a la electricidad, la inflación subyacente se mantuvo elevada, reflejando la persistente presión al alza de los precios de los bienes, una tendencia que se mantiene desde 2023.

Política fiscal: mayor déficit en un clima de expectativas de crecimiento optimistas

El gobierno ha actualizado las previsiones macroeconómicas para el presupuesto de 2025, publicadas inicialmente en septiembre. Las revisiones más notables se produjeron en las estimaciones de déficit público y saldo fiscal primario. La previsión actual es que el déficit público ascienda al 3,9% del PIB (frente al 3,0%), y el superávit primario previsto se ha revisado a la baja, de casi el 1% a solo el 0,6%, debido principalmente al aumento del gasto. Aunque las proyecciones de cambio del peso y de alzas en los precios del petróleo mejoraron las expectativas de ingresos, la previsión de crecimiento del PIB para 2025 sigue pecando de optimista (1,9%) y contrasta claramente con el consenso del mercado, que es de un crecimiento más bien nulo. Pese a la relajación fiscal, la agencia de *rating* Fitch confirmó la calificación crediticia soberana en BBB- con perspectiva estable.

Perspectivas económicas y políticas: la reforma judicial levanta banderas rojas

Relegada a un segundo plano ante las tensiones comerciales, la controvertida reforma judicial vuelve a acaparar la atención cuando el país se prepara para elegir a la mitad de los jueces y magistrados federales y locales. Los cambios constitucionales han suscitado serias preocupaciones sobre el Estado de Derecho y podrían limitar la capacidad de la presidenta electa, Claudia Sheinbaum, para aprovechar las oportunidades asociadas a la externalización de la producción por parte de países vecinos (*nearshoring*). En el frente comercial, las condiciones han mejorado: el último cambio introducido en las fórmulas que EE.UU. aplica para determinar el tipo arancelario que aplica a las exportaciones de automóviles, acero y aluminio —sujetas antes a tipos del 25% al margen del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC/USMCA)— ha reducido el tipo efectivo de los aranceles, que han pasado del 17-18% a alrededor del 10-11%. La exención del Tratado se mantiene por ahora.

Mercados financieros

*Renta variable***.** Mantenemos el optimismo sobre la renta variable mexicana. El mercado bursátil se ha recuperado en 2025 desde niveles de valoración claramente deprimidos, no solo en comparación con sus homólogos internacionales, sino también respecto a sus medias históricas. Para una relación precio/beneficios (PER) a 12 meses de 14 veces y un crecimiento previsto de los beneficios de aproximadamente el 11%, nuestro nivel de cotización objetivo para el principal índice bursátil de México (IPC) se sitúa por encima de los 66.000 puntos (nivel actual: 58.500).

*Renta fija***.** Con la Fed en pausa y Banxico iniciando su ciclo de relajación, el diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y su homólogo del Tesoro de EE.UU. se había reducido a 16 de mayo a 494 pb, situándose por debajo de su media en lo que va de año de 551 pb. En nuestro escenario principal mantenemos el objetivo de final de año en 525 pb. En el caso del bono mexicano en dólares el diferencial también se ha comprimido significativamente debido a los recientes movimientos en el extremo largo de la curva de tipos-plazos de Estados Unidos. En la actualidad dicho diferencial se sitúa en 186 pb, con una previsión para final de año de 200 pb.

Tipo de cambio. El peso mexicano ha demostrado una notable resiliencia en un entorno volátil. Salvo una breve depreciación tras el «Día de la Liberación», en la que el cruce con el dólar alcanzó 20,85, su cotización se movió en abril básicamente en la horquilla de los 19,30-19,60 pesos por dólar. Revisamos nuestra previsión para final de año hasta 20,50, sin descartar breves episodios de volatilidad en el cuarto trimestre.

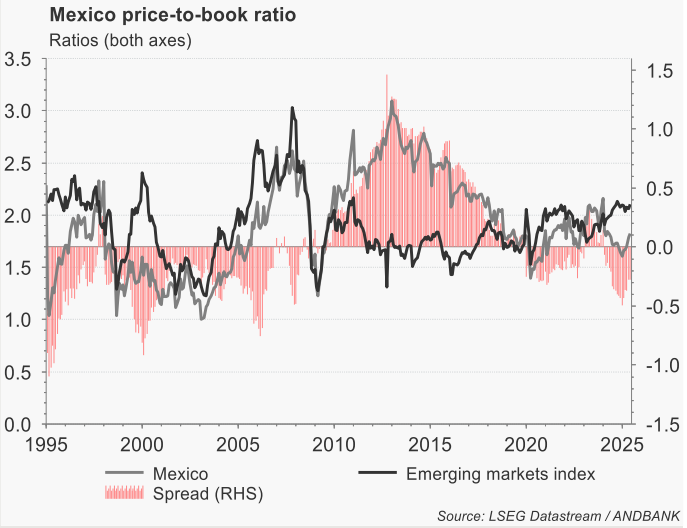
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

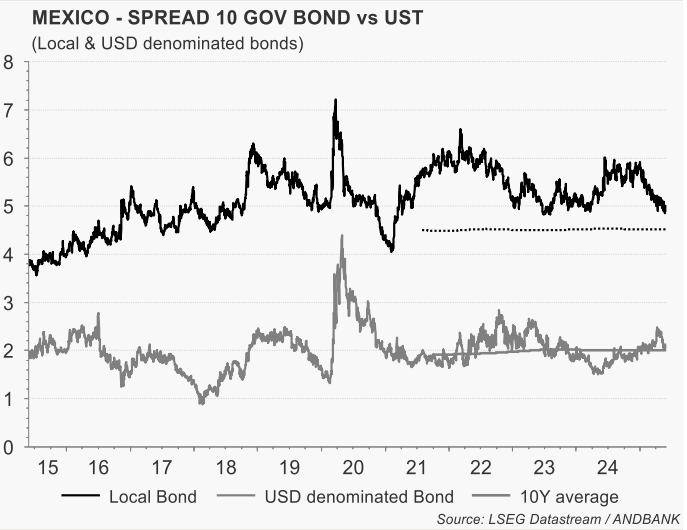
Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 pb; rend. obj.: 9,75%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,75%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 20,5)





ARGENTINA

Un buen mes para el gobierno de Milei

Política: La Libertad Avanza gana terreno a costa del PRO

Las recientes elecciones para renovar la mitad de la legislatura de la Ciudad de Buenos Aires marcaron un momento crucial en el panorama político argentino. La Libertad Avanza (LLA), el partido del presidente Javier Milei, obtuvo una victoria decisiva en lo que durante mucho tiempo fuera el bastión del partido de centro-derecha PRO, liderado históricamente por Mauricio Macri. El candidato de LLA, Manuel Adorni, obtuvo el 30,1% de los votos, superando por mucho a la candidata de Macri, Silvia Lospennato, que solo obtuvo el 15,9%. Este resultado pone fin a dos décadas de dominio del PRO sobre la ciudad. Por su parte, el partido peronista, de tendencia izquierdista, experimentó un sorprendente resurgimiento, quedando segundo con el 27,4% de los votos, lo que pone de manifiesto la fragmentación de la derecha. Aunque la popularidad de Milei consolida su posición como fuerza dominante en la derecha, también expone las tensiones dentro de esta orientación, en particular con Macri, que desempeñó un papel clave en la victoria presidencial de Milei en 2023 al unir a las fuerzas conservadoras. Este cambio sugiere un reajuste político más amplio. La creciente influencia de Milei podría permitirle atraer a conservadores moderados y ampliar su base ante los cruciales comicios de octubre.

Régimen cambiario y acuerdo con el FMI: una liberalización fluida

Tras el anuncio de un nuevo acuerdo con el FMI, el Gobierno introdujo un régimen de flotación controlada del tipo de cambio que permite al peso argentino cotizar dentro de una banda de 1.000-1.400 ARS por dólar. Este enfoque proporciona un ancla para las expectativas de inflación (dada la importancia del dólar en la formación de los precios internos) al tiempo que mantiene la flexibilidad para absorber perturbaciones externas. Desde el cambio de política, los controles de capital se han levantado sin producir perturbaciones en el mercado. El peso ha cotizado cerca del tope superior de la banda, reforzado por desembolsos del FMI que han fortalecido las reservas del banco central y han reforzado su capacidad para defender el tipo de cambio.

Los mercados financieros respondieron favorablemente. El riesgo-país cayó de 900 pb a 675 pb, aunque continúa por encima del rango de 400-500 necesario para volver a los mercados internacionales de capitales. Si bien el escenario de referencia del gobierno prevé el acceso al mercado a principios de 2026, un entorno mundial favorable podría acelerar el calendario y propiciar una mejora de la calificación soberana a B en su rango bajo. Fitch ya elevó la calificación de la deuda argentina a largo plazo denominada en divisas de CCC a CCC+. Si se mantiene la estabilidad del tipo de cambio y se recupera el acceso al mercado, Argentina podría recibir una importante afluencia de capital, lo que podría ejercer presión al alza sobre el peso y, en principio, erosionaría la competitividad de las exportaciones. Según las normas actuales, el tipo de cambio no puede caer por debajo del límite inferior de la banda: el Banco Central de la República Argentina está obligado a intervenir comprando divisas, lo que aumentaría la oferta monetaria y la inflación hasta que el tipo de cambio real encontrase un nuevo equilibrio. Declaraciones recientes de funcionarios argentinos indican reticencia a intervenir dentro de la banda, apartándose de las preferencias del FMI. Esto probablemente refleja una estrategia para dar credibilidad al régimen de flotación y permitir una formación de precios real durante la transición. Sin embargo, cumplir el objetivo del FMI de acumular 8.000 millones de USD de reservas netas a final de año acabará requiriendo cierto grado de intervención.

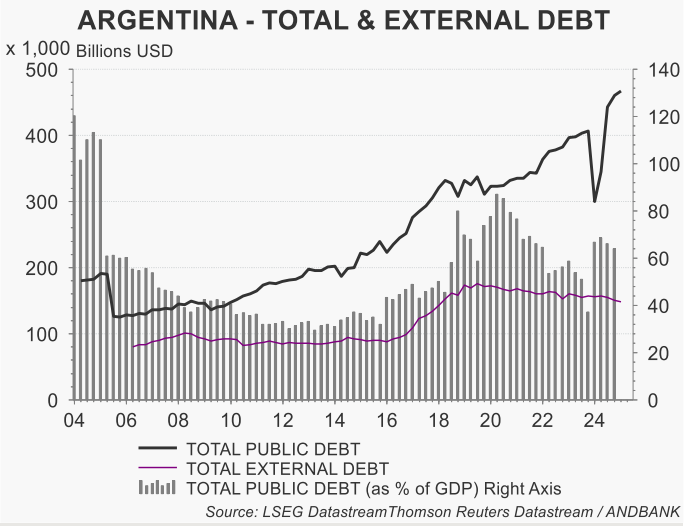
Precios: señales alentadoras para el gobierno de Milei

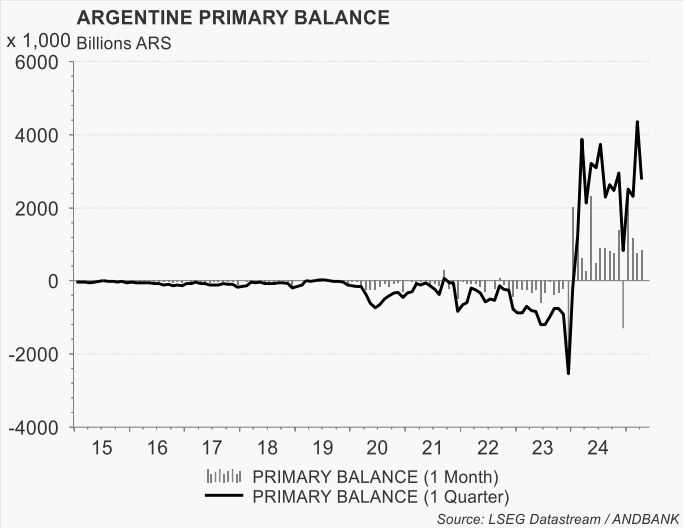
El primer dato de inflación tras la relajación de los controles cambiarios deparó buenas noticias al presidente Milei. El IPC solo subió un +2,8% mensual en abril (un 47,3% interanual), una cifra muy inferior a la esperada por el banco central (3,2%) y también inferior al 3,7% de marzo. La escasa repercusión de la depreciación de la moneda en los precios fue una de las principales sorpresas positivas. Aunque la inflación subyacente se mantiene obstinadamente elevada (en torno al 3% mensual), los datos de abril marcan una ruptura de la tendencia alcista. Las previsiones de instituciones privadas para mayo y más allá se están revisando a la baja, y las estimaciones de inflación mensual oscilan ahora entre el 2,0% y el 2,5%. Algunos analistas piensan que la inflación podría caer por debajo del 2% antes de las elecciones de octubre. Aunque las motivaciones políticas pueden explicar en parte esta rápida desinflación, los catalizadores subyacentes (en particular, frenar la excesiva impresión de moneda) han cambiado de forma decisiva. Esto apuntala una tendencia más sostenible de desinflación y señala que Argentina puede estar entrando en una nueva fase de normalización macroeconómica.

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: 1.300)





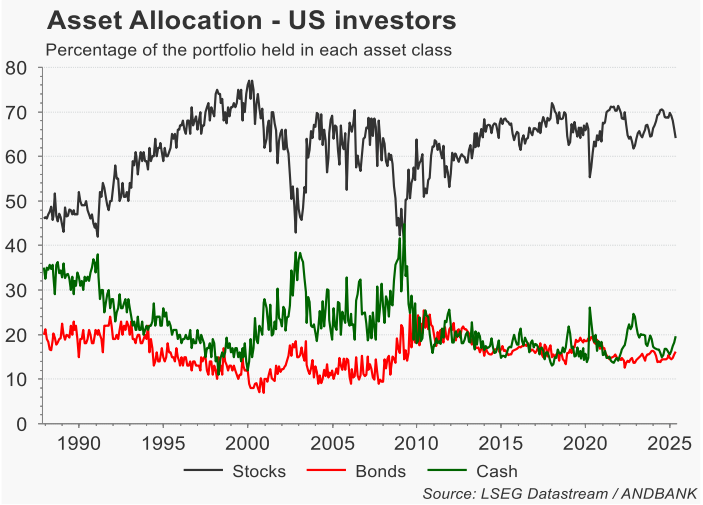
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

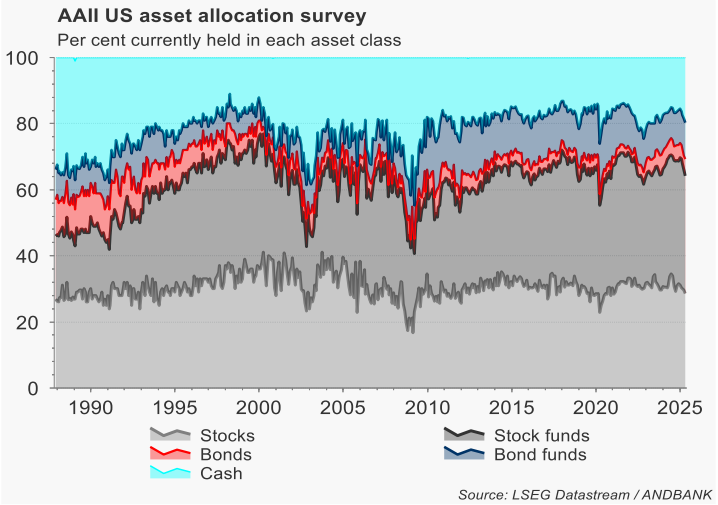
Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Spread curr RP vs hist RP	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Comittee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	**264,0**	11,9%	25,30	22,62	4,42%	-0,04%	2,00%	-2,04%	24,76	5.970	6.537	9,5%	**MW**	7.191
Europe - Stoxx Europe 600	**38,8**	7,9%	15,31	14,19	7,05%	4,52%	5,00%	-0,48%	15,00	551	582	5,7%	**MW**	640
Spain IBEX 35	**1.100,0**	6,0%	13,58	12,81	7,81%	4,69%	5,70%	-1,01%	12,00	14.091	13.200	-6,3%	**UW**	14.520
Mexico IPC GRAL	**4.800**	11,9%	13,44	12,01	8,33%	-0,95%	-0,90%	-0,05%	13,00	57.639	62.400	8,3%	**OW**	68.640
Brazil BOVESPA	**16.500**	13,5%	9,46	8,34	12,00%	-1,95%	-1,10%	-0,85%	8,50	137.546	140.250	2,0%	**UW**	154.275
Japan TOPIX	**186,0**	8,8%	16,29	14,97	6,68%	5,18%	4,00%	1,18%	15,00	2.785	2.790	0,2%	**MW**	3.069
China SSE Comp. A share	**247,0**	-5,7%	13,50	14,33	6,98%	0,18%	4,80%	-4,62%	13,00	3.538	3.211	-9,3%	**UW**	3.532
China Shenzhen Comp	**94,7**	-5,8%	19,88	21,12	4,74%	-2,06%	1,25%	-3,31%	**20,00**	2.000	1.894	-5,3%	**UW**	2.083
India SENSEX	**3.800**	8,1%	23,04	21,32	4,69%	-1,51%	-2,00%	0,49%	22,00	80.998	83.600	3,2%	**OW**	91.960
MSCI EM ASIA	**49,4**	15,0%	14,77	12,85	7,78%				14,00	635	692	9,0%	**OW**	761

ANDBANK ESTIMATES

Indicadores de posicionamiento (fondos y activos directos): renta variable, renta fija y liquidez

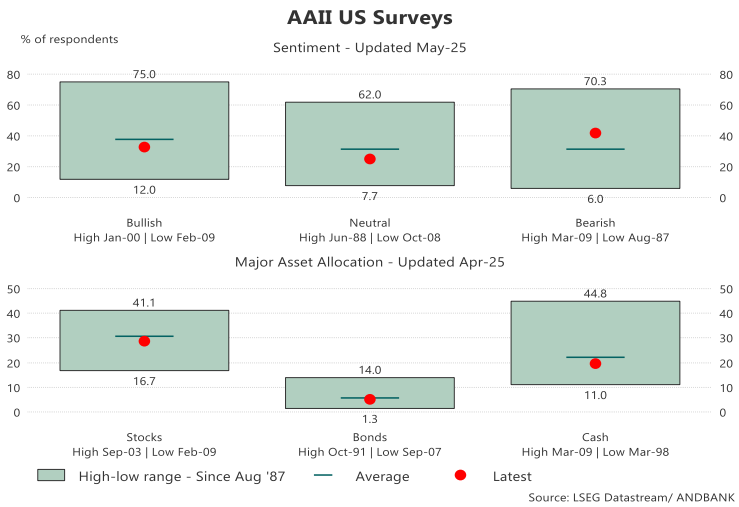


Source: LSEG Datastream / ANDBANK



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Indicadores de posicionamiento (solo directamente en activos): acciones, bonos y dinero

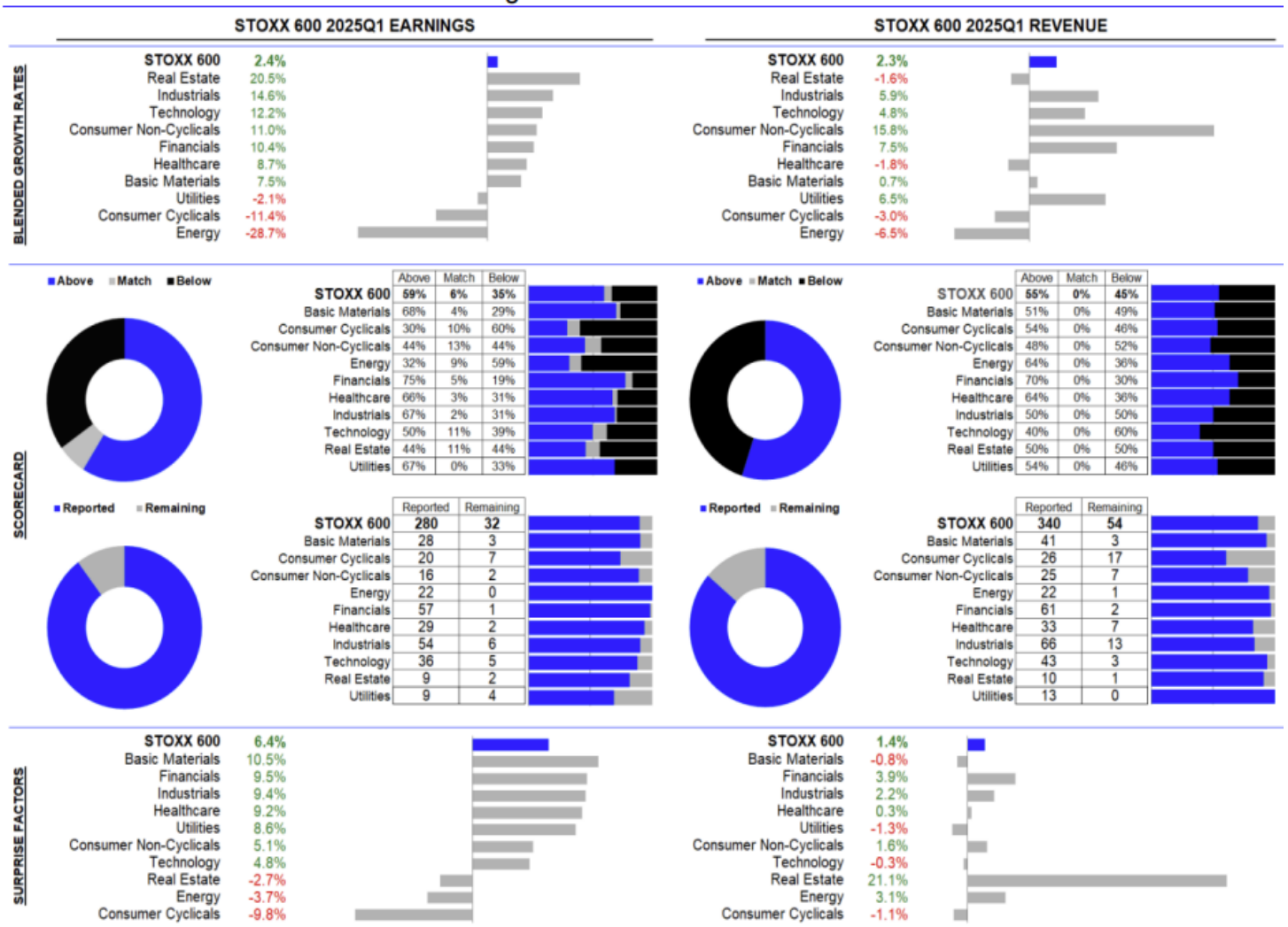


Source: LSEG Datastream/ ANDBANK

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

UE - Panel de beneficios empresariales

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2025 Earnings Dashboard



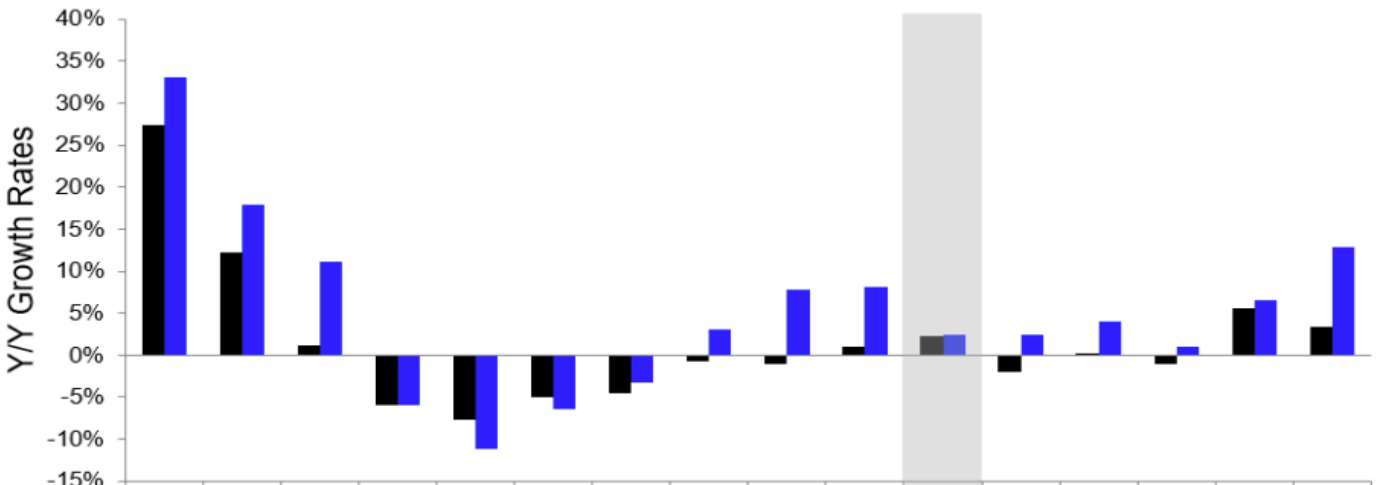
	Above	Match	Below
STOXX 600	59%	6%	35%
Basic Materials	68%	4%	29%
Consumer Cyclicals	30%	10%	60%
Consumer Non-Cyclicals	44%	13%	44%
Energy	32%	9%	59%
Financials	75%	5%	19%
Healthcare	66%	3%	31%
Industrials	67%	2%	31%
Technology	50%	11%	39%
Real Estate	44%	11%	44%
Utilities	67%	0%	33%

	Above	Match	Below
STOXX 600	55%	0%	45%
Basic Materials	51%	0%	49%
Consumer Cyclicals	54%	0%	46%
Consumer Non-Cyclicals	48%	0%	52%
Energy	64%	0%	36%
Financials	70%	0%	30%
Healthcare	64%	0%	36%
Industrials	50%	0%	50%
Technology	40%	0%	60%
Real Estate	50%	0%	50%
Utilities	54%	0%	46%

	Reported	Remaining
STOXX 600	280	32
Basic Materials	28	3
Consumer Cyclicals	20	7
Consumer Non-Cyclicals	16	2
Energy	22	0
Financials	57	1
Healthcare	29	2
Industrials	54	6
Technology	36	5
Real Estate	9	2
Utilities	9	4

	Reported	Remaining
STOXX 600	340	54
Basic Materials	41	3
Consumer Cyclicals	26	17
Consumer Non-Cyclicals	25	7
Energy	22	1
Financials	61	2
Healthcare	33	7
Industrials	66	13
Technology	43	3
Real Estate	10	1
Utilities	13	0

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



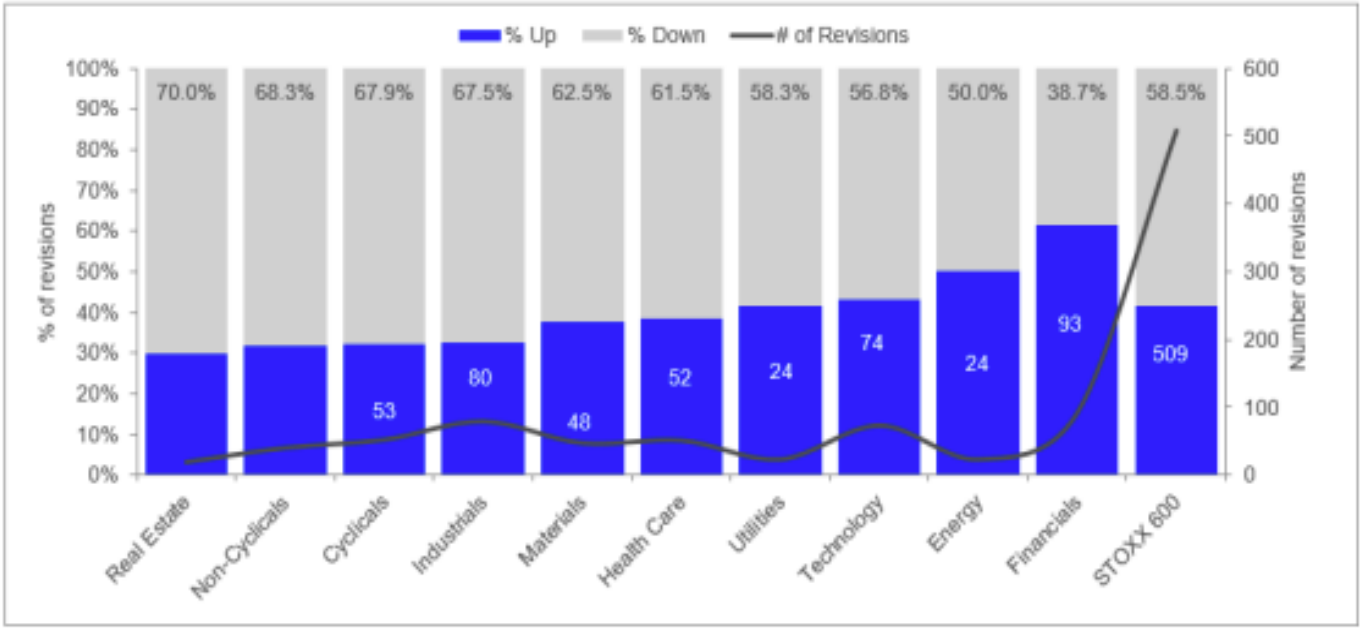
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
Revenue	27.4%	12.2%	1.1%	-6.0%	-7.6%	-5.0%	-4.6%	-0.8%	-1.1%	1.0%	2.3%	-2.1%	0.0%	-1.1%	5.7%	3.4%
Earnings	33.1%	17.9%	11.1%	-5.9%	-11.1%	-6.5%	-3.3%	3.0%	7.8%	8.0%	2.4%	2.4%	4.0%	0.9%	6.5%	12.9%

Source: LSEG I/B/E/S

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

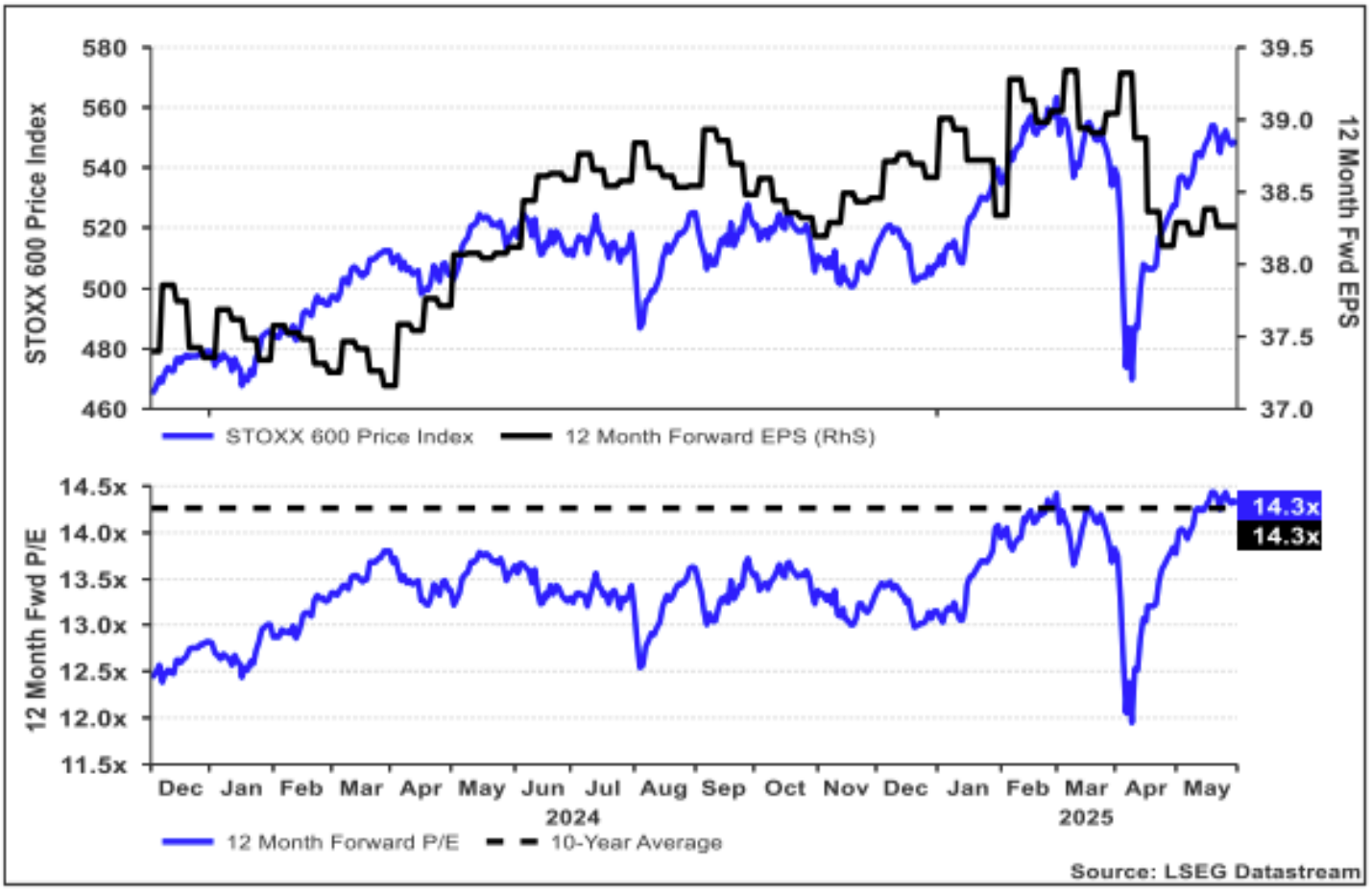
UE - Revisión de estimaciones de beneficios empresariales

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

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

UE - Revisión de estimaciones de beneficios empresariales - Tendencia

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend

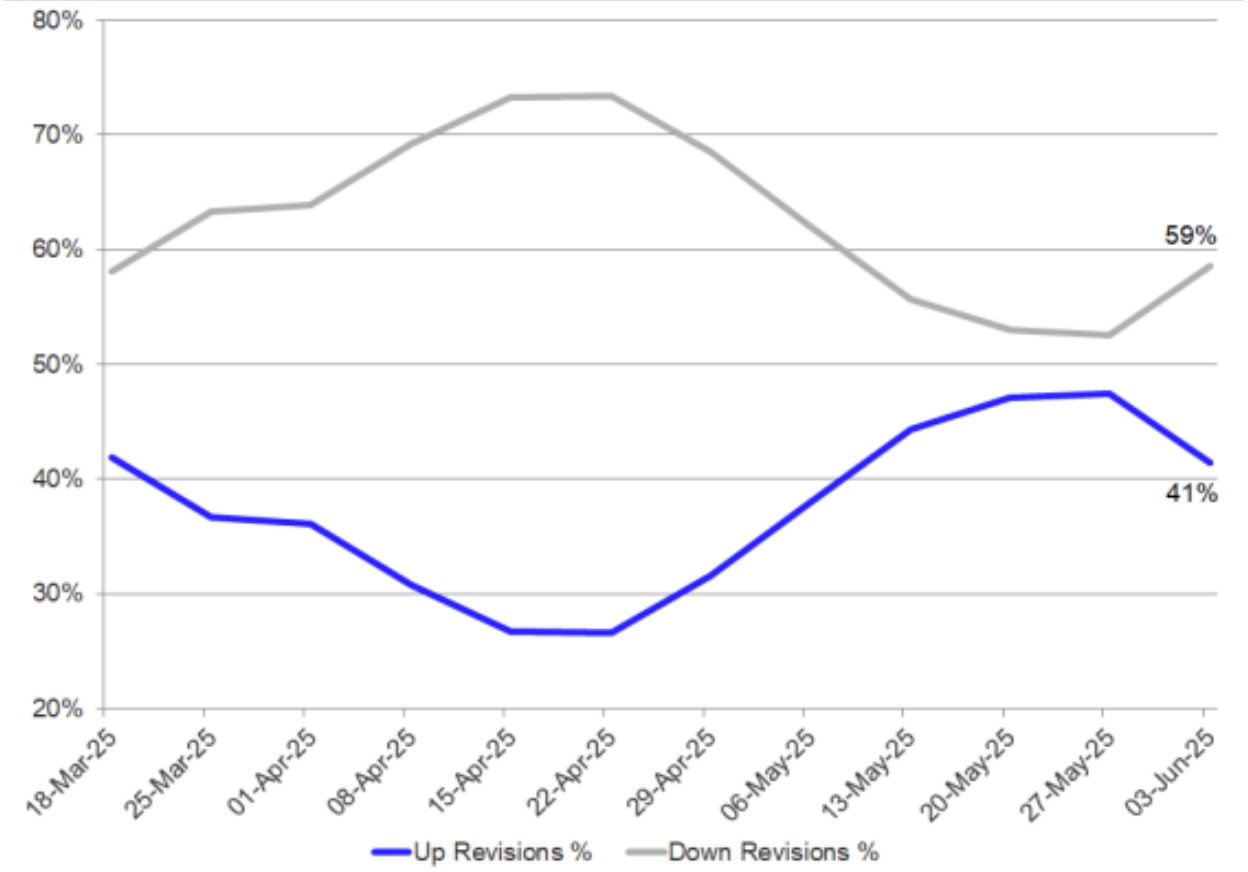
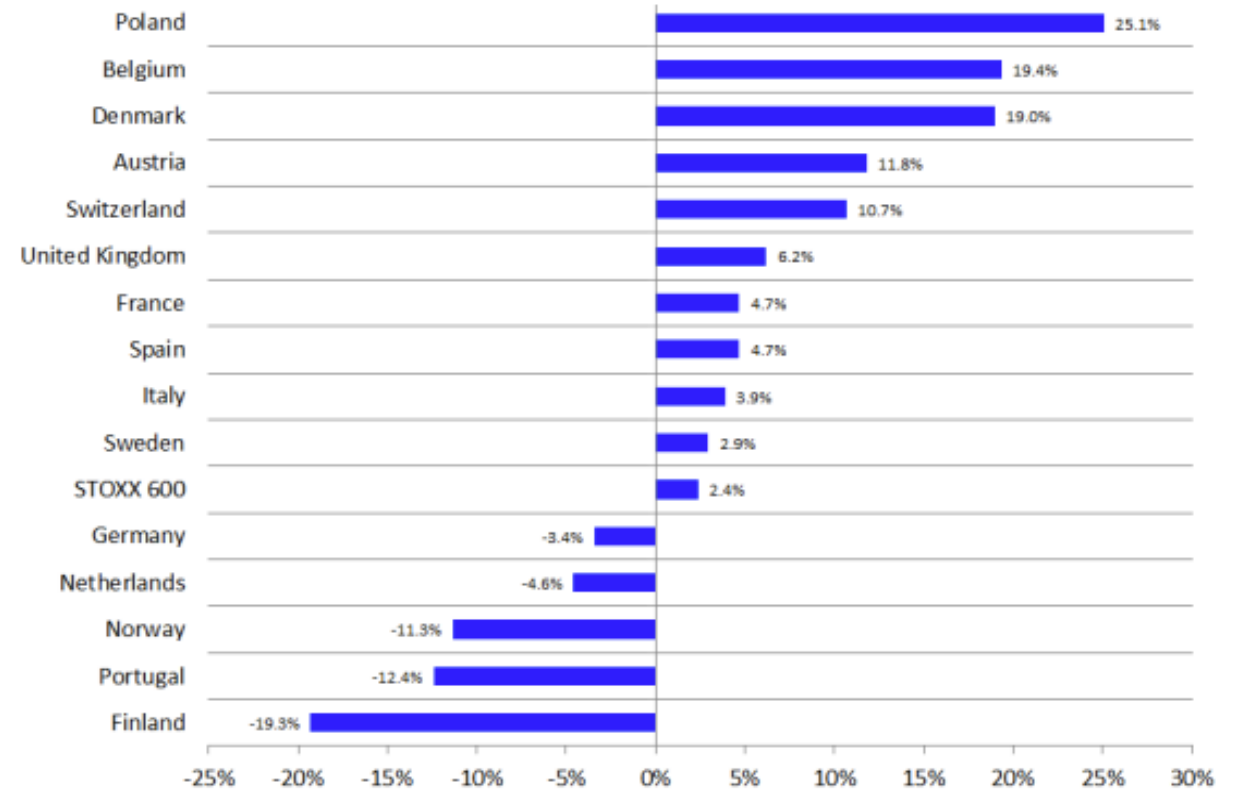


Exhibit 12A. STOXX 600: Q1 2025 Earnings Growth Rate Estimates by Country



Source: LSEG I/B/E/S

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

EE.UU - Panel de beneficios empresariales

Exhibit 1. 2025Q1 S&P 500 Earnings Dashboard

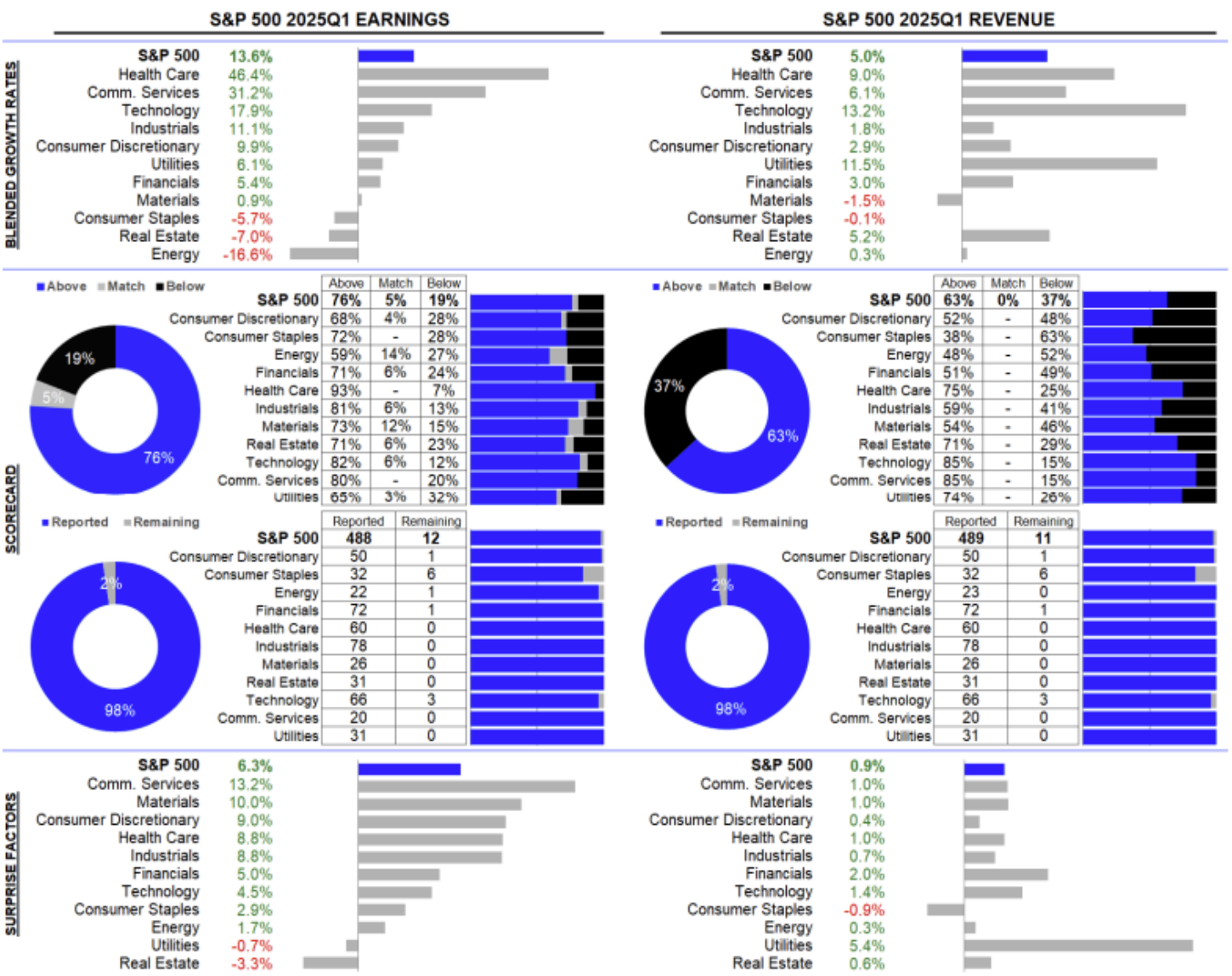
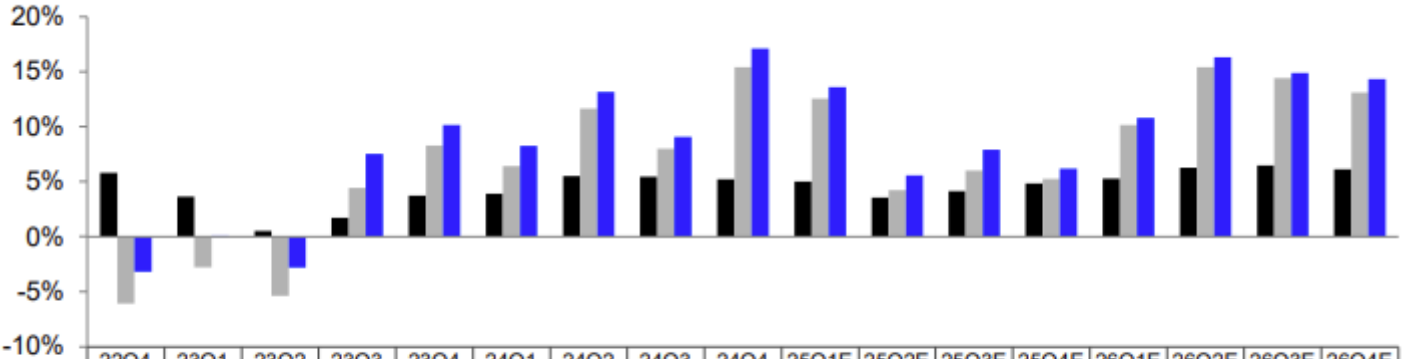


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
Revenue	5.8%	3.6%	0.5%	1.7%	3.7%	3.9%	5.5%	5.5%	5.2%	5.0%	3.5%	4.1%	4.8%	5.3%	6.3%	6.5%	6.1%
Net Income	-6.1%	-2.8%	-5.4%	4.4%	8.3%	6.4%	11.6%	8.0%	15.4%	12.6%	4.2%	6.0%	5.2%	10.1%	15.4%	14.4%	13.1%
Earnings	-3.2%	0.1%	-2.8%	7.5%	10.1%	8.2%	13.2%	9.1%	17.1%	13.6%	5.5%	7.9%	6.2%	10.8%	16.3%	14.9%	14.3%

Source: LSEG I/B/E/S

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

EE.UU - Revisión de estimaciones de beneficios empresariales - Tendencia

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

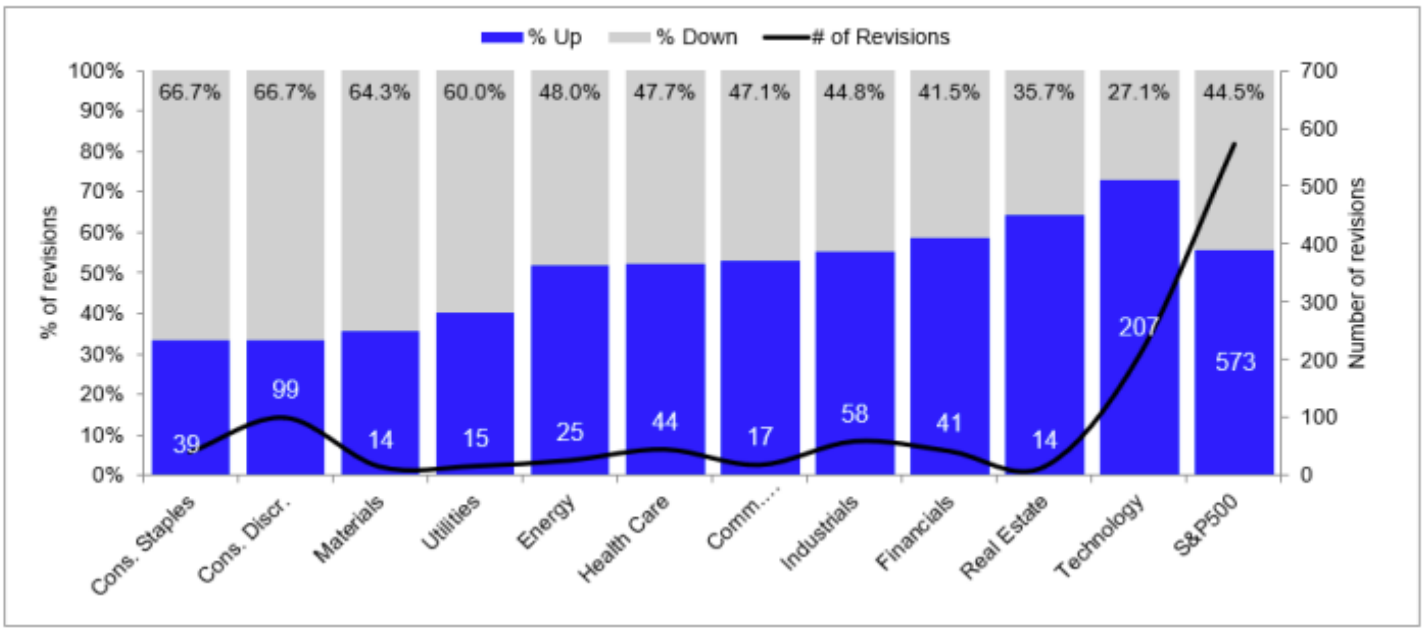
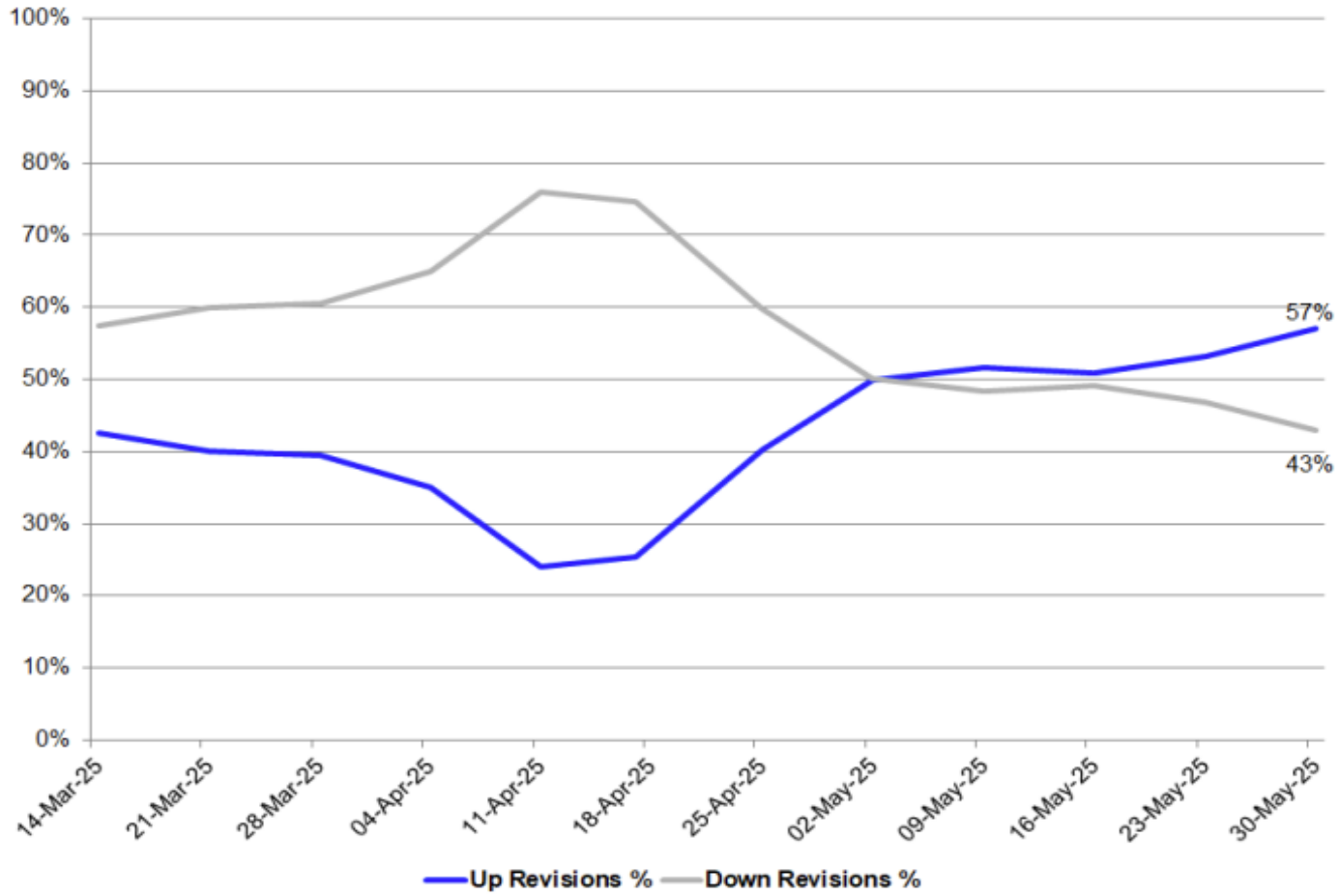


EXHIBIT 11A. ALL U.S. COMPANIES: EARNINGS ESTIMATE REVISION TREND



Source: LSEG I/B/E/S

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)* – Análisis de Goldman Sachs.** El análisis del banco de inversión indica que el gobierno de Trump parece preferir una horquilla de precios comprendida en el rango de los 40-50 dólares/barril para el petróleo estadounidense.

***(Factor bajista)* – *Hedge funds* bajistas.** Según Bloomberg, hacía seis meses que los *hedge funds* no mantenían posiciones tan poco alcistas sobre el crudo Brent como la semana pasada.

***(Factor bajista)* – Elusión de sanciones.** Según Reuters, en el último año los operadores del mercado han «re-etiquetado» como crudo brasileño flujos de petróleo venezolano dirigidos a China por importe de mil millones de dólares.

***(Factor bajista)* – Producción estadounidense.** Según informó Bloomberg, la producción de petróleo de EE.UU. probablemente haya tocado techo, aunque no debería esperarse un rápido descenso en la producción.

***(Factor bajista)* – El vigor de la producción industrial china de abril queda ensombrecido por la debilidad de las ventas minoristas.** Las refinerías disminuyeron el ritmo en abril y con ello los excedentes de crudo de China se dispararon.

***(Factor bajista)* – Capacidad adicional.** Según informó Platts, Irán incrementó en 2 millones de barriles la capacidad de almacenamiento de crudo en su terminal de exportación de la isla de Kharg.

***(Factor bajista)* – Sanciones a Rusia.** Reuters se hizo eco de que, según declaraciones de la presidenta de la Comisión Europea, la UE estaba diseñando un nuevo paquete de sanciones para aumentar la presión sobre Rusia. El ministro de Asuntos Exteriores de Francia insistió en que la UE debía elaborar otro paquete de sanciones contra Rusia. Según el FT, el constante recurso a imponer sanciones al petróleo podría estar acelerando la creación de todo un sistema paralelo de comercio «ilícito» de petróleo. La debilidad de los precios hizo que los ingresos de Rusia por venta de petróleo marcaran en abril su nivel más bajo desde junio de 2023.

***(Factor bajista)* – Según Trump, EE.UU. estaba cerca de alcanzar un acuerdo con Irán (lo que casi con seguridad implicaría aliviar las sanciones).** La BBC informó de que, según Trump, Irán había «más o menos» aceptado los términos de un acuerdo nuclear con EE.UU. Según los analistas, el alivio de las sanciones permitiría aumentar el suministro de crudo en alrededor de 400.000 bpd (equivalentes al 0,4% del consumo mundial). Sin embargo, el director de análisis del mercado de petróleo de la Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE afirmó que el número de barriles iraníes que efectivamente volverían al mercado estaría en el rango de los 200.000-300.000 bpd.

***(Factor bajista)* – Inversión en Kuwait.** Oilprice.com reflejó la noticia de que Kuwait invertirá 50.000 millones de USD en potenciar su capacidad de producción de petróleo.

***(Factor bajista)* – Previsiones de la AIE.** Según la Agencia Internacional de la Energía, la mayor incertidumbre sobre el comercio mundial lastrará la economía mundial y, con ello, la demanda de petróleo.

***(Factor bajista)* – Las importaciones asiáticas de combustibles refinados se sitúan en mínimos históricos.** Reuters informó de que las importaciones por países de Asia de carburantes básicos como gasolina y gasóleo cayeron en abril a su nivel más bajo de los últimos cuatro años.

***(Factor alcista)* – Ataques hutíes.** Según informó Bloomberg, los «rebeldes» hutíes anunciaron que atacarían aeropuertos israelíes en el futuro inmediato.

***(Factor alcista)* – Negociaciones con Irán.** Irán reiteró que su derecho a dotarse de capacidad para enriquecer uranio era «absolutamente innegociable», según Bloomberg. El ministro de Asuntos Exteriores iraní declaró que veía «muchas posiciones opuestas y contradictorias» por parte de EE.UU.

***(Factor alcista)* – Guerra entre Rusia y Ucrania.** Según AP es improbable que se avance hacia la paz en la medida en que Putin decline reunirse con Zelensky en Turquía. Los líderes de la UE esperaban al resultado de una eventual reunión entre Zelensky y Putin para anunciar nuevas sanciones.

***(Factor alcista)* – Combates en Libia.** Tras anunciarse un alto el fuego en la capital en medio de serios combates entre facciones rivales, UN News informó del estallido de nuevos enfrentamientos en la capital libia de Trípoli.

***(Factor alcista)* – Se retrasa la transición por los vehículos eléctricos.** Según Platts, la AIE considera que los vehículos eléctricos reducirán en menor medida de lo previsto la demanda de petróleo para 2030 habida cuenta de su débil demanda y escasa asequibilidad.

Factores a largo plazo

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

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

***(Factor bajista)* – Los productores de la OPEP, ¿tienen capacidad para determinar estructuralmente los precios?** Si bien el acuerdo entre saudís 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.

METALES PRECIOSOS – ORO

Por análisis de entorno político: Perspectiva para el oro muy soportada.
Por análisis de precios relativos (vs otros activos): Banda objetivo: 2.200-2.400 USD/onza.

Factores positivos para el oro

Evolución de las reservas exteriores del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2024). En los últimos años, en concreto desde el inicio de la primera guerra comercial entre EE.UU. y China, la composición de la cartera de reservas internacionales de China se modificó notablemente. 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 siéndolo los bonos del Tesoro estadounidense. Desviarse de esta ortodoxia entraña riesgo (en términos de liquidez) para las reservas.

En el marco de los cuatro cuadrantes el escenario proyectado aún es favorable para el oro. El escenario óptimo para el oro sería aquel en que se combinaran recesión y cierta inflación (estanflación). Un escenario que gana enteros cada día. Mientras que nuestro escenario 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 retroalimentarse de su propio momentum, y sostener el impulso durante bastante tiempo.

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 con ello, reduciendo la oferta de USTs, así que los bonos del Tesoro podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio en 2025. Para 2026-2027, cuando la Fed retome el QT y necesite deshacerse de más bonos, el oro podría volver a liderar (de ahí su momentum sostenido). 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.

Factores negativos para el oro

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,27621 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 2.624 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 93,64x, todavía por encima de su media de 20 años de 72,87 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 2.421 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 3,47x, superó su media de los últimos 20 años de 1,87x, 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 1.783 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 52,24x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 21,09x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 65 USD/barril (el punto medio de nuestro rango objetivo por fundamentales de 60-70 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.370 USD/oz para que la 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.

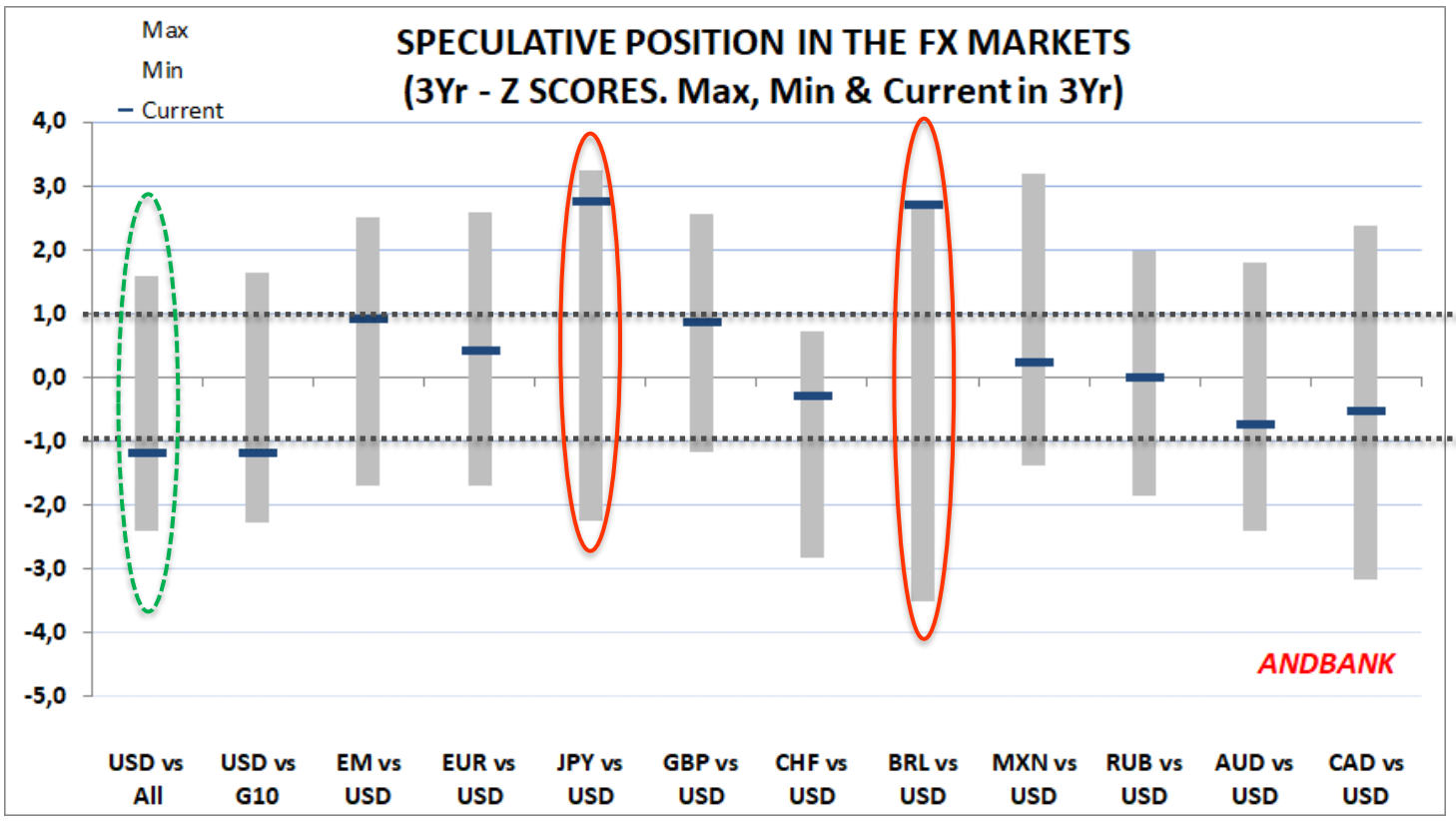
TIPOS DE CAMBIO

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



Positive
Neutral-Positive
Neutral-Negative
Negative

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

TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Asset Class	*Indices*	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	5,7%	1,5%	5.970	**6.537**	9,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	2,5%	8,5%	551	**582**	5,7%
	SPAIN - IBEX 35	4,2%	21,5%	14.091	**13.200**	-6,3%
	MEXICO - MXSE IPC	3,2%	16,4%	57.639	**62.400**	8,3%
	BRAZIL - BOVESPA	3,0%	14,4%	137.546	**140.250**	2,0%
	JAPAN TOPIX	3,6%	0,0%	2.785	**2.790**	0,2%
	China SSE Comp. A share	3,0%	0,7%	3.538	**3.211**	-9,3%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	4,4%	2,2%	2.000	**1.894**	-5,3%
	INDIA - SENSEX	0,2%	3,7%	80.998	**83.600**	3,2%
	VIETNAM - VN Index	8,5%	6,2%	1.346	**1.517**	12,7%
	MSCI EM ASIA (in USD)	1,7%	6,4%	635	**692**	9,0%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,5%	2,8%	4,46	**4,75**	2,1%
	UK 10 year Gilt	-0,8%	1,3%	4,64	**4,75**	3,8%
	German 10 year BUND	0,1%	-0,3%	2,53	**3,10**	-2,1%
	Japanese 10 year Govie	-1,8%	-2,8%	1,50	**1,50**	1,5%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,7%	0,9%	3,11	**3,85**	-2,8%
	Italy - 10yr Gov bond	1,2%	1,8%	3,48	**4,35**	-3,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	-0,1%	2,99	**3,60**	-1,9%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-0,4%	2,81	**3,50**	-2,7%
	Greece - 10yr Gov bond	0,8%	0,7%	3,24	**4,10**	-3,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,5%	1,7%	56,47	**65**	2,3%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,6%	3,7%	294,24	**350**	3,2%
	Credit USD IG - CDX IG	0,7%	2,4%	54,98	**75**	4,4%
	Credit USD HY - CDX HY	2,0%	4,9%	345,22	**450**	4,7%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	10,5%	-20,2%	31,06	**30,00**	39,5%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	6,4%	15,11	**25,00**	-64,0%
Fixed Income Asia (Local curncy)	China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	0,5%	1,69	**1,25**	5,2%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,4%	7,2%	6,21	**5,75**	9,9%
	Singapore - 10yr Gov bond (loc	1,2%	5,2%	2,34	**2,25**	3,1%
	Indonesia - 10yr Gov bond (loc	0,9%	4,4%	6,80	**5,75**	15,2%
	South Korea - 10yr Gov bond (I	-2,3%	1,2%	2,79	**2,75**	3,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,5%	1,52	**2,50**	-6,3%
	Philippines - 10yr Gov bond (loc	0,5%	1,1%	6,26	**5,00**	16,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond (loca	1,5%	3,9%	3,52	**3,00**	7,7%
	Thailand - 10yr Gov bond (loca	0,2%	2,4%	2,05	**1,75**	4,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local	0,0%	0,3%	3,15	**3,00**	4,3%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,9%	13,5%	9,28	**9,75**	5,5%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,4%	4,5%	6,47	**6,75**	4,2%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,4%	15,8%	13,95	**14,75**	7,5%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,3%	6,7%	6,61	**7,50**	-0,5%
Commodities	Oil (WTI)	10,8%	-11,8%	63,4	**65,00**	2,6%
	GOLD	-0,5%	25,8%	3.348,2	**2.400**	-28,3%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,6%	9,9%	1,14	**1,10**	-3,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,7%	8,0%	1,35	**1,29**	-4,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,1%	1,8%	0,84	**0,85**	1,4%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,1%	-9,2%	0,82	**0,87**	5,7%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,7%	-0,2%	0,94	**0,96**	2,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,4%	-8,2%	144,24	**150,0**	4,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,0%	0,9%	164,14	**165,0**	0,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,5%	-7,8%	19,20	**20,50**	6,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,8%	1,4%	21,85	**22,55**	3,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,9%	-8,7%	5,64	**5,80**	2,9%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,3%	0,2%	6,42	**6,38**	-0,6%
	USDARS (price of 1 USD)	-1,3%	15,0%	1.184	**1.000**	-15,5%
	USDINR (price of 1 USD)	1,9%	0,3%	85,85	**86**	0,2%
	CNY (price of 1 USD)	-1,1%	-1,5%	7,19	**7,50**	4,3%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION

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

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.