

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Julio de 2025

Análisis Corporativo

Julio de 2025



Alex Fusté

Economista Global Jefe

+34 673 041 058

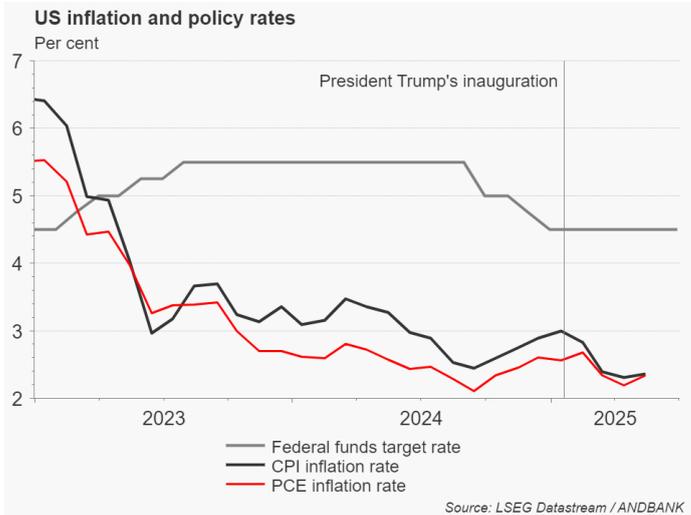
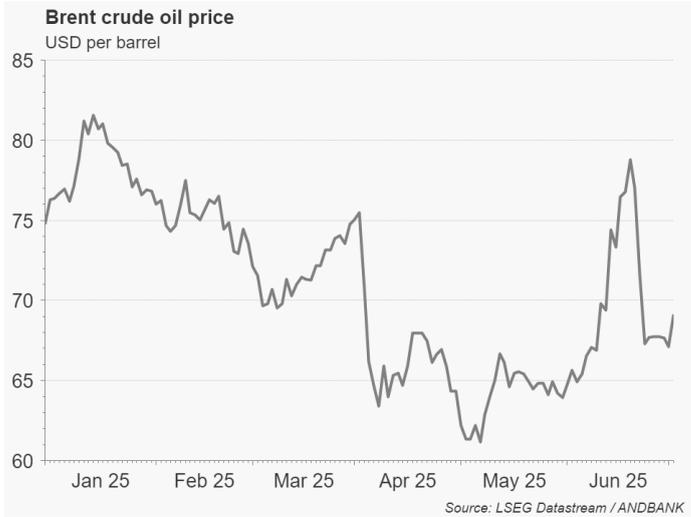
alex.fuste@andbank.com

@AlexfusteAlex

Rubio 20

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



RENTA VARIABLE

Página 2

| | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price Year End | Expected Performance (to Target Price) |
|---------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|--|
| Indices | | | | |
| USA - S&P 500 | 5,9% | 6.230 | 6.425 | 3,1% |
| Europe - Stoxx Europe 600 | 7,1% | 543 | 555 | 2,1% |
| SPAIN - IBEX 35 | 21,5% | 14.088 | 15.400 | 9,3% |
| MEXICO - MXSE IPC | 16,0% | 57.423 | 62.400 | 8,7% |
| BRAZIL - BOVESPA | 16,0% | 139.490 | 146.385 | 4,9% |
| JAPAN TOPIX | 1,1% | 2.817 | 2.976 | 5,7% |
| China SSE Comp. A share | 4,3% | 3.666 | 3.335 | -9,0% |
| CHINA - SHENZEN COMPOSITE | 7,4% | 2.102 | 1.894 | -9,9% |
| INDIA - SENSEX | 6,9% | 83.513 | 91.200 | 9,2% |
| VIETNAM - VN Index | 11,7% | 1.415 | 1.517 | 7,2% |
| MSCI EM ASIA (in USD) | 12,8% | 673 | 741 | 10,1% |

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

| | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price Year End | Expected Performance (to Target Price) |
|-------------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|--|
| Indices | | | | |
| US Treasury 10 year Govie | 3,7% | 4,40 | 4,75 | 1,6% |
| UK 10 year Gilt | 2,0% | 4,61 | 4,75 | 3,5% |
| German 10 year BUND | -1,1% | 2,65 | 2,80 | 1,4% |
| Japanese 10 year Govie | -2,6% | 1,48 | 1,50 | 1,3% |
| Spain - 10yr Gov bond | -0,3% | 3,30 | 3,55 | 1,3% |
| Italy - 10yr Gov bond | 1,6% | 3,55 | 3,80 | 1,5% |
| Portugal - 10yr Gov bond | -0,8% | 3,11 | 3,30 | 1,6% |
| Ireland - 10yr Gov bond | -1,2% | 2,94 | 3,20 | 0,8% |
| Greece - 10yr Gov bond | 0,1% | 3,34 | 3,80 | -0,3% |
| Credit EUR IG - Itraxx Europe | 1,8% | 53,56 | 60 | 2,3% |
| Credit EUR HY - Itraxx Xover | 3,1% | 280,28 | 330 | 3,3% |
| Credit USD IG - CDX IG | 2,7% | 50,74 | 75 | 4,2% |
| Credit USD HY - CDX HY | 4,7% | 316,26 | 450 | 3,6% |

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

| | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price Year End | Expected Performance (to Target Price) |
|-------------------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|--|
| Indices | | | | |
| Turkey - 10yr Gov bond (local) | -4,1% | 29,37 | 30,00 | 24,3% |
| Russia - 10yr Gov bond (local) | 7,8% | 15,11 | 25,00 | -64,0% |
| China - 10yr Gov bond (local) | 1,0% | 1,64 | 1,25 | 4,8% |
| India - 10yr Gov bond (local) | 7,1% | 6,30 | 5,75 | 10,7% |
| Singapore - 10yr Gov bond (local) | 7,7% | 2,06 | 2,25 | 0,5% |
| Indonesia - 10yr Gov bond (local) | 6,7% | 6,58 | 5,75 | 13,2% |
| South Korea - 10yr Gov bond (local) | 1,8% | 2,74 | 2,75 | 2,7% |
| Taiwan - 10yr Gov bond (local) | 3,0% | 1,35 | 2,50 | -7,9% |
| Philippines - 10yr Gov bond (local) | 2,3% | 6,18 | 5,00 | 15,6% |
| Malaysia - 10yr Gov bond (local) | 5,0% | 3,43 | 3,00 | 6,9% |
| Thailand - 10yr Gov bond (local) | 2,6% | 2,05 | 1,75 | 4,5% |
| Vietnam - 10yr Gov bond (local) | -0,2% | 3,24 | 3,00 | 5,2% |
| Mexico - 10yr Govie (Loc) | 13,2% | 9,44 | 9,75 | 6,9% |
| Mexico - 10yr Govie (USD) | 7,5% | 6,17 | 6,75 | 1,6% |
| Brazil - 10yr Govie (Loc) | 19,3% | 13,69 | 14,75 | 5,2% |
| Brazil - 10yr Govie (USD) | 9,6% | 6,33 | 7,25 | -1,0% |

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

| | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price Year End | Expected Performance (to Target Price) |
|-------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|--|
| Indices | | | | |
| Oil (WTI) | -6,1% | 67,5 | 65,00 | -3,7% |
| GOLD | 22,7% | 3.328,7 | 2.400 | -27,9% |
| EURUSD (price of 1 EUR) | 13,6% | 1,18 | 1,15 | -2,2% |
| GBPUSD (price of 1 GBP) | 9,0% | 1,36 | 1,36 | -0,2% |
| EURGBP (price of 1 EUR) | 4,2% | 0,86 | 0,85 | -1,9% |
| USDCHF (price of 1 USD) | -12,2% | 0,80 | 0,87 | 9,3% |
| EURCHF (price of 1 EUR) | -0,3% | 0,94 | 1,00 | 6,9% |
| USDJPY (price of 1 USD) | -7,0% | 146,13 | 150,0 | 2,6% |
| EURJPY (price of 1 EUR) | 5,6% | 171,80 | 172,5 | 0,4% |
| USDMXN (price of 1 USD) | -10,6% | 18,61 | 20,50 | 10,1% |
| EURMXN (price of 1 EUR) | 1,6% | 21,88 | 23,58 | 7,7% |
| USDBRL (price of 1 USD) | -11,1% | 5,49 | 5,60 | 2,0% |
| EURBRL (price of 1 EUR) | 0,8% | 6,45 | 6,44 | -0,2% |
| USDARS (price of 1 USD) | 22,3% | 1.260 | 1.000 | -20,6% |
| USDINR (price of 1 USD) | 0,1% | 85,65 | 86 | 0,4% |
| CNY (price of 1 USD) | -1,7% | 7,17 | 7,50 | 4,6% |



EE.UU.

Implicaciones para los mercados de que se consideren eventuales sustitutos para el presidente de la Fed

Trump se plantea nombrar en septiembre u octubre al sustituto de Powell

Según fuentes periodísticas, el presidente Trump estaría considerando anunciar en septiembre u octubre, si no antes, al posible sucesor de Jerome Powell, actual presidente de la Reserva Federal. Trump ha estado planteándose recientemente la idea de destituir a Powell antes del final de su mandato en mayo de 2026 y ha recrudescido las críticas hacia él por no haber recortado los tipos de interés, ignorar la trayectoria descendente de la inflación e ir a contracorriente de lo que hacen otros bancos centrales en el resto del mundo. A principios de mes Trump insinuó que podría anunciar pronto el sustituto, y hace nada afirmó tener ya 3 o 4 nombres en mente. Su idea sería evitar que pudiera nombrarse a alguien que no le fuera «inquebrantablemente leal». Entre quienes podrían sustituir a Powell estarían el exgobernador de la Fed Kevin Warsh (aunque personas cercanas a Trump han expresado inquietud por su sesgo más bien restrictivo en el pasado); el director del National Economic Council (NEC), Stephen Hassett (quien ya ha manifestado no estar interesado en el puesto); el presidente del Banco Mundial, David Malpass (a quien Trump valora favorablemente por apoyar una bajada de tipos, pero de quien ha cuestionado su carisma televisivo), y el gobernador de la Reserva Federal Christopher Waller (también por apoyar los recortes de tipos, aunque se considera una candidatura remota por no conocerlo bien Trump). Por último, una propuesta que respaldarían sus aliados: Scott Bessent, secretario del Tesoro, quien no ha descartado la idea y, como opción, es la que tiene más posibilidades.

Consecuencias para el mercado

Un eventual cambio en la presidencia de la Fed motivado por consideraciones políticas y por el deseo de contar con una política monetaria más acomodaticia llevaría aparejadas varias posibles consecuencias para el mercado.

Favorables. Los mercados de renta variable y los activos de riesgo podrían acoger con agrado un presidente de la Fed más proclive a recortar tipos, ya que unos tipos más bajos suelen estimular el crecimiento económico, reducir el coste del capital, alentar los beneficios y reducir los tipos de descuento, potenciando con ello las valoraciones de los activos. Esto propiciaría un repunte a corto plazo de la renta variable. Sin embargo, una política monetaria excesivamente laxa, y que se percibiera como políticamente inducida, podría generar burbujas de activos, lo que a la larga requeriría ajustes más drásticos que generarían inestabilidad.

Desfavorables. Destituir al presidente de la Fed antes del término de su mandato, y más si fuera por razones políticas, entrañaría riesgos. De hecho, podría socavar la independencia y credibilidad de la Fed. La percepción de una política monetaria politizada acabaría disuadiendo de invertir en el largo plazo y suscitaría inquietud sobre la estabilidad macroeconómica y los propios mercados. Podría provocar una fuga hacia activos más seguros, como los bonos del Tesoro. Cualquier anuncio o especulación sobre el sustituto generaría volatilidad hasta que el mercado pudiera evaluar su postura y credibilidad. Los inversores más puristas u ortodoxos verían con suspicacia la preferencia de Trump por una «lealtad inquebrantable».

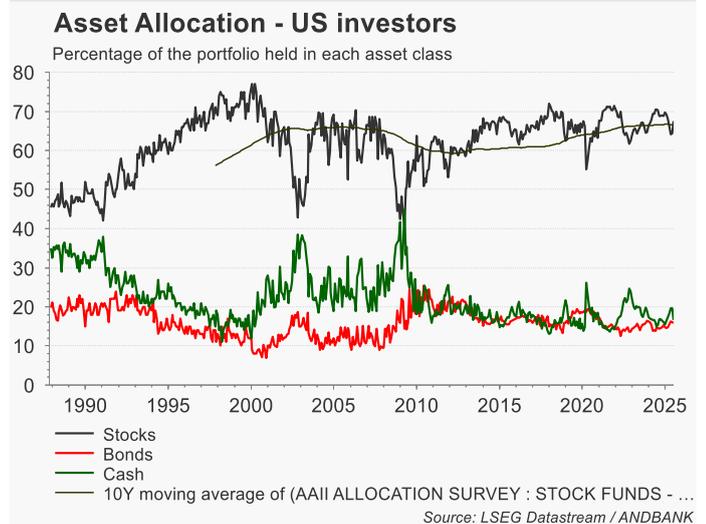
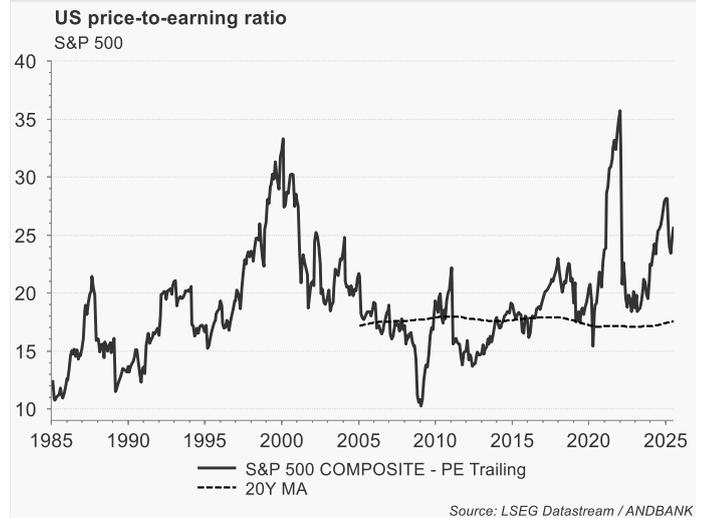
Impacto en la curva de tipos-plazos. Un presidente más propenso a recortar tipos podría aumentar la pendiente de la curva de rendimientos, con mayores caídas en los tipos a corto que en los tipos a largo plazo.

Política comercial y arancelaria

El gobierno de Trump sigue declarándose competente para imponer aranceles y ha solicitado a un tribunal federal de apelaciones que se anule la decisión que consideraba inconstitucional la imposición de esos gravámenes. En línea con esta postura, Trump ha amenazado con doblar los aranceles impuestos a España por, según Axios, su bajo gasto en la OTAN. Por su parte, Stephen Hassett ha indicado que el gobierno de Trump está instando a sus socios comerciales a alcanzar acuerdos que hagan innecesario aplicarles el apartado 899, un proyecto de ley que elevaría los impuestos sobre las inversiones y empresas de aquellos países que, a juicio de EE.UU., impusieran «impuestos extranjeros injustos» a personas o empresas estadounidenses. Se considera una medida fiscal de represalia contra las normas sobre beneficios insuficientemente gravados (UTPR del Pilar 2 de la OCDE) y leyes sobre la tributación de servicios digitales (DST).

Relaciones China-EE.UU.

China ha incluido en un registro a sus expertos en tierras raras y ha confiscado algunos pasaportes para proteger secretos comerciales y controlar la emisión de licencias de exportación de estos elementos y minerales. Esta medida estratégica relacionada con el comercio de sus materias primas está sin duda encaminada a entorpecer la producción y el suministro de armas en EE.UU. (que depende en gran medida del acceso a tierras raras e imanes).



Regulación del sector financiero

La Reserva Federal ha propuesto una norma para suavizar los requisitos de capital de los grandes bancos de inversión de Wall Street.

Posible acuerdo sobre la deducción fiscal SALT

La deducción SALT (aplicada a impuestos estatales y locales soportados) beneficia a particulares y propietarios de empresas que tributan en régimen de transparencia fiscal o atribución de rentas (sociedades, corporaciones S, etc.). Un acuerdo para elevar el tope de la deducción SALT (actualmente fijado en 10.000 dólares) implicaría que esos contribuyentes se podrían deducir una mayor proporción de sus impuestos estatales y locales.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



EUROPA

Perfilando una estrategia para negociar con Trump

El reciente y rápido acuerdo arancelario alcanzado entre EE.UU. y el Reino Unido, así como ciertos avances en las conversaciones con China, no han encontrado aún correspondencia significativa en el caso de las negociaciones con la UE. Las conversaciones con Bruselas apenas han comenzado y el presidente Trump ya ha comentado que «llevarán más tiempo». Mientras tanto, se acerca rápidamente el plazo, fijado para julio, en el que se impondría un arancel adicional del 10% a las importaciones procedentes de la Unión Europea. Esta, por su parte, no deja de estudiar posibles contramedidas. En respuesta a los aranceles estadounidenses sobre el acero y el aluminio se han publicado ya algunos aranceles de represalia que afectan a unos 1.700 productos estadounidenses. En el marco de la acción «recíproca» están debatiéndose medidas adicionales que afectarían a unos 5.000 productos, bienes de equipo incluidos. Aunque imponer aranceles a exportaciones de servicios estadounidenses es técnicamente posible, se considera una medida de último recurso, por lo que es improbable que se haga. La cumbre de la OTAN del 24-25 de junio puede complicar de hecho las negociaciones arancelarias, ya que es previsible que el presidente Trump intensifique la presión sobre los aliados europeos para que aumenten el gasto en defensa, con objetivos de hasta el 5% del PIB, una pretensión que podría tensar las relaciones transatlánticas. Aunque no cabe descartar represalias por parte de la UE, el escenario básico sigue siendo un acuerdo comercial negociado. Según fuentes alemanas está debatiéndose una posible solución de compromiso: aceptar un arancel estadounidense del 10% para todas las exportaciones de la UE con miras a evitar aranceles aún más elevados en sectores sensibles como el automovilístico, el farmacéutico y el electrónico.

Negociaciones en la OTAN

El acuerdo final, recogido en la Declaración de La Haya, establece un aumento del gasto en defensa hasta el 5% del PIB para 2035. Se trata de un incremento drástico y del mayor en la historia de la Alianza, superando el objetivo previo del 2% fijado en 2014. Lo firmado concretamente fue un compromiso dividido en dos categorías principales: 3,5% del PIB para «requisitos básicos de defensa»: financiación de las fuerzas armadas, equipamiento militar (como sistemas de defensa aérea, municiones, drones, tanques y tropas), y el cumplimiento de los objetivos de capacidades de la OTAN. 1,5% del PIB para «medidas de defensa y seguridad más amplias»: esta categoría cubre la protección de infraestructuras críticas, la ciberdefensa, la preparación y resiliencia civil, el fomento de la innovación y el refuerzo de la base industrial de defensa. Este nuevo objetivo del 5% del PIB representa un avance significativo en materia de seguridad colectiva y busca responder a las demandas de que los países europeos contribuyan en mayor medida a su propia defensa ante amenazas crecientes, en particular procedentes de Rusia. Pese al acuerdo general, algunos países, como España, expresaron su intención de no alcanzar la cifra del 5%, aunque se comprometieron a mantener sus obligaciones con la OTAN. España argumentó que su compromiso del 2,1% del PIB sería «suficiente, realista y compatible» con su modelo social. La cumbre de la OTAN tenía el potencial de complicar las negociaciones comerciales, pero el resultado final parece haber sido satisfactorio para la OTAN y, por tanto, para Estados Unidos. En este sentido, representa un paso hacia un escenario más favorable al mercado, en el que un acuerdo comercial negociado sigue siendo el escenario base. Según fuentes alemanas, uno de los posibles compromisos en discusión es aceptar un arancel del 10% por parte de EE. UU. sobre todas las exportaciones de la UE, con el fin de evitar tasas aún más elevadas en sectores sensibles como el automovilístico o el farmacéutico.

Mercados financieros: deuda pública, deuda corporativa y renta variable

Deuda pública

Factores alcistas. 1) las previsiones más recientes del BCE apuntan a un periodo prolongado de política acomodaticia; 2) los bonos del Gobierno alemán se están beneficiando de mayores entradas de capital al estar perdiendo credibilidad, a ojos de los inversores, las políticas fiscal y monetaria estadounidenses.

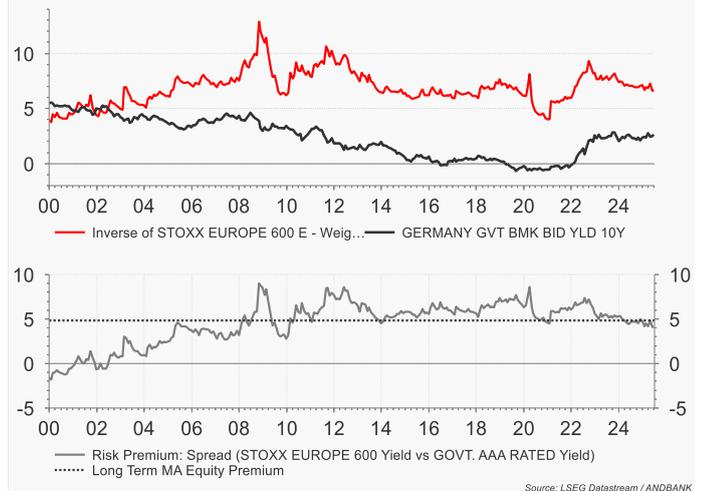
Factores bajistas. 1) El BCE indicó que estaba «cerca de poner fin a los recortes de tipos», haciendo improbable recortes adicionales; 2) el mayor endeudamiento público podría elevar las primas por plazo y presionar al alza los rendimientos.

Deuda corporativa

Factores alcistas. 1) La política fiscal expansiva alemana está proporcionando un considerable impulso al crecimiento; 2) las métricas crediticias continúan firmes, con balances que aún se benefician del desapalancamiento previo y de los bajos costes de financiación; 3) las tasas de impago siguen en niveles bajos si se comparan con el pasado.

Factores bajistas. 1) las crecientes amenazas arancelarias son un revés para sectores europeos clave como el automovilístico y farmacéutico; 2) las tasas de impago en el segmento de alto rendimiento, si bien aún contenidas, han registrado un leve repunte debido a la presión sobre emisores de menor calificación crediticia en un entorno de endurecimiento de las condiciones de financiación.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



Resumen del mercado de renta variable

Con la situación arancelaria aún sin resolver, los mercados parecen estar retornando a la dinámica anterior al 2 de abril. El BCE sigue firmemente comprometido con una postura monetaria expansiva y el estímulo fiscal de Alemania destaca como principal motivo de optimismo. Sin embargo, el crecimiento económico en toda la zona euro sigue muy contenido y los niveles de valoración de las acciones no representan ninguna limitación. Los sectores cíclicos (excluido el bancario) siguen afrontando dificultades, mientras que los defensivos (servicios públicos y telecomunicaciones, en particular) dan muestras de relativa fortaleza. El sector industrial también merece recibir atención: tras dos años largos de contracción en el sector manufacturero, la combinación de apoyo fiscal y bajadas de tipos podría servir de catalizador de la recuperación en próximos trimestres.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): INFRAPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- P. centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 2,8%)

- P. perif.: INFRAPONDERAR (IT 3,80%; ES 3,55%; PT 3,3%; IR 3,2%; GR 3,80%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 60 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAP. (diferencial objetivo: 330 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): banda táctica: 1-1,15, banda estructural: 0,9-1,10.



ESPAÑA

El debilitamiento de los datos de actividad en sectores principales confirma la desaceleración económica

Políticas y perspectivas macroeconómicas: un panorama heterogéneo

El panorama económico español recoge datos dispares, con discretos ajustes en las previsiones de crecimiento, señales de moderación de la inflación y deterioro en sectores clave. Tanto el Banco de España como la OCDE han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB. El Banco de España prevé ahora un crecimiento del 2,4% para este año (0,3 pp menos) y del 1,8% para 2026 (0,1 pp menos) y advierte de una posible caída, en el peor de los escenarios, al 2% para 2025. Por su parte, el informe de junio de la OCDE prevé un crecimiento del PIB del 2,4% en 2025 y del 1,9% en 2026, lo que supone una reducción de 0,2 pp para ambos años respecto a las estimaciones anteriores.

La inflación general medida por el IPC exhibe tendencia a la baja, con una caída en mayo de la tasa interanual de 0,2 pp, hasta el 2%, su valor más bajo desde el mes de octubre. La cifra se situó, con todo, ligeramente por encima de la previsión anterior del Instituto Nacional de Estadística (INE) del 1,9%. Por lo que respecta a la inflación subyacente, disminuyó también 0,2 pp, menos de lo previsto, y se situó en el 2,2%. Con esto se encadenan tres meses de descensos, lo que refleja una moderación en las presiones inflacionistas.

El desglose sectorial de la actividad revela una ralentización, en particular en los servicios. El índice de las encuestas a directores de compras (PMI) del Hamburg Commercial Bank (HCOB) para el sector servicios de España reflejó la menor tasa de crecimiento en 18 meses al caer de 53,4 en abril a 51,3 en mayo. Cabe atribuir esta desaceleración a una persistente incertidumbre, sobre todo entre los clientes internacionales, que está afectando a la demanda. También registró un descenso significativo la producción industrial, del 5,7% interanual en abril, su mayor caída desde marzo de 2024, con lo que el índice, tras el fuerte repunte del pasado mes de marzo, vuelve a situarse en terreno negativo.

Por su parte, el mercado de la vivienda sigue registrando fuertes alzas de precios. El parque de vivienda nueva se encareció en el primer trimestre un 12,2% interanual, al tiempo que la usada lo hizo un 12,3% interanual, un máximo de 18 años. Esto supone 44 trimestres consecutivos de subidas interanuales de precios de la vivienda sin amueblar y pone de manifiesto que, no obstante preocupar la economía en general, la demanda en el sector inmobiliaria se sostiene.

La deuda pública sigue siendo un factor relevante: alcanzó en el primer trimestre de 2025 un máximo histórico de 1,67 billones de euros, equivalente al 103,5% del PIB, con 1,7 pp más que al cierre de 2024 (aunque 2,8 pp menos que en el mismo periodo del año anterior). El Gobierno se propone reducir la ratio deuda/PIB a finales de año al 101,7%. España también evitó la apertura de un procedimiento por déficit excesivo: pese a preverse un déficit del 3,2% en 2025 (por encima del umbral del 3%), la Comisión Europea consideró la desviación «leve, temporal y justificada por eventos extraordinarios», como las inundaciones en Valencia.

Noticias políticas

En las últimas semanas el panorama político español ha estado dominado por un serio escándalo de corrupción que afecta de lleno al Partido Socialista (PSOE) del presidente del gobierno, Pedro Sánchez. El escándalo, motivado por acusaciones de soborno en la adjudicación de contratos de obras públicas, provocó la dimisión de Santos Cerdán, tercero en rango del Partido, quien dejó la dirección de este y su escaño parlamentario. Sánchez ha sufrido presiones desde diversas instancias, con llamamientos generalizados de la oposición, en particular del Partido Popular (PP), para que convoque elecciones anticipadas y dimita. Además hubo en Madrid manifestaciones multitudinarias acusando al Gobierno de corrupción. Pese a todo, Sánchez ha descartado dimitir o convocar elecciones anticipadas, declarando su intención de resistir en el cargo hasta las elecciones previstas en 2027. Sus socios de coalición, en particular el partido de izquierdas Sumar, han expresado críticas y exigido un *reseteo* de la relación con el PSOE. Las investigaciones en curso y las consecuencias políticas, que representan el mayor reto al que se ha enfrentado el gobierno de Sánchez en su mandato, pueden desestabilizar un gobierno en minoría que depende del apoyo de partidos regionales pequeños.

Mercado de renta variable

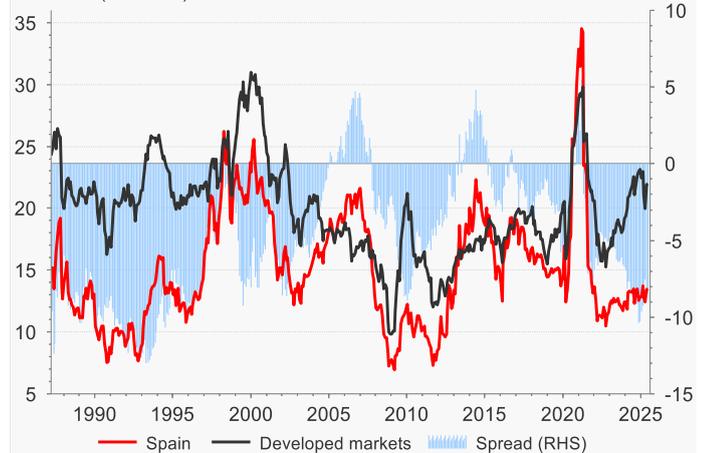
En cuanto al mercado bursátil, el índice selectivo español IBEX 35 ha consolidado ganancias tras una fuerte recuperación y su revalorización acumulada en lo que va de año supera el 20%. El entorno de Tires más bajo, hace del Ibex un índice atractivo al estar compuesto por sectores (banca y utilities) con una rentabilidad por dividendo cercana al 4%, y con una tendencia clara a la recompra de acciones. Ello justifica que aumentemos nuestro nivel de PER a 14, y el precio objetivo. Si bien la dinámica puede continuar, difícilmente estará exenta de volatilidad.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): NEUTRAL-SOBREPONDERAR
Deuda soberana (bono español a 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 3,85%)

Spain price-to-earnings ratio

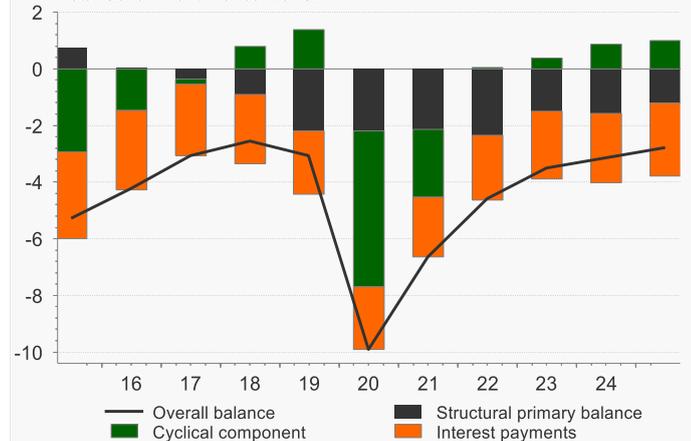
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

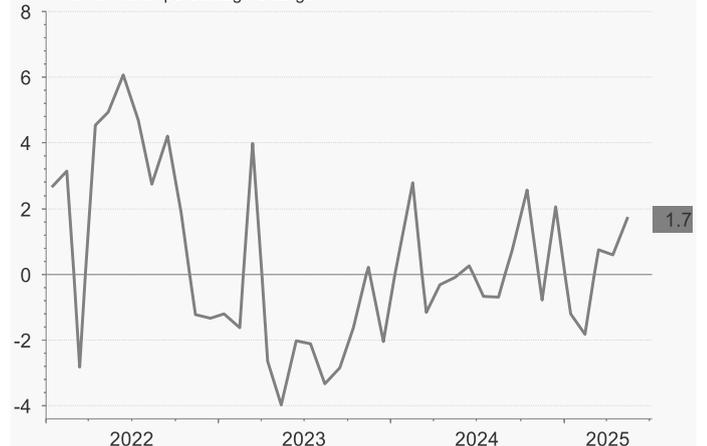
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



CHINA

Aún no hay acuerdo: China vincula la exportación de tierras raras a las restricciones de EE.UU. a chips de IA

La tregua comercial no resuelve la cuestión de las tierras raras de uso militar

El acuerdo sobre tierras raras entre EE.UU. y China, alcanzado la semana pasada en Londres, dejó sin resolver un punto crítico ligado a la seguridad nacional. Pekín aún no se ha comprometido a conceder licencias de exportación de determinados imanes de tierras raras críticos para los aviones de combate y sistemas de misiles estadounidenses. Por su parte, EE.UU. sigue restringiendo las exportaciones a China de chips avanzados para su uso en inteligencia artificial, alegando posibles aplicaciones militares. Esta cuestión sin resolver supone un obstáculo para un acuerdo comercial más amplio. Los negociadores chinos parecen estar vinculando los avances en levantar las restricciones a las exportaciones de imanes de grado militar con las restricciones que EE.UU. impone desde hace tiempo a la venta de esos chips a China. Esto marca un giro en las conversaciones comerciales, que inicialmente trataban del tráfico de opioides, los aranceles y el superávit comercial de China, y que ahora han pivotado hacia control estratégico de las exportaciones. Ante el acercamiento de China a otras potencias mundiales, las autoridades estadounidenses han indicado que prorrogarán 90 días los aranceles reducidos actualmente en vigor, más allá del plazo fijado en Ginebra del 10 de agosto. Esto apunta a que, siendo improbable un acuerdo global en el corto plazo, también lo sería una escalada repentina de las tensiones comerciales, al menos por ahora.

Una milicia apoyada por China controla minas de tierras raras en Myanmar

Una milicia apoyada por China se ha hecho con el control efectivo de varias minas de tierras raras en el norte de Myanmar, en el contexto de renovados esfuerzos de Pekín por asegurarse el suministro de minerales estratégicos. Al parecer las minas las explota ahora personal de habla china y convoyes de camiones transportan los materiales hacia la frontera china, a unos 200 kilómetros de distancia. Entre las milicias implicadas estarían el Ejército Unido del Estado de Wa (UWSA), el Ejército de la Alianza Democrática Nacional de Myanmar (MNDAA) y el Ejército del Estado de Shan, grupos armados étnicos que operan con autonomía de facto en regiones fronterizas del norte de Birmania. Se trata de facciones que mantienen estrechos vínculos logísticos y económicos con el gobierno chino. Desde el golpe militar de 2021 el gobierno birmano retiene un menor control sobre las regiones periféricas, especialmente del norte, rico en recursos, lo que ha permitido que arraigue una economía de guerra fragmentada, en la que grupos armados explotan minerales estratégicos (tierras raras incluidas) con el apoyo tácito o la tolerancia de potencias extranjeras, en particular China.

Las empresas no rentables alcanzan su nivel más alto desde 2001

China registra en 2025 su mayor tasa de empresas no rentables desde 2001, con más del 32% de las empresas industriales en pérdidas. Este brusco deterioro de la solvencia empresarial revela profundos desequilibrios estructurales en la segunda potencia económica del mundo. El aumento de las empresas en pérdidas se concentra en industrias pesadas (como carbón y acero), sectores de exportación con márgenes bajos (como juguetería, textiles y muebles) y sectores emergentes saturados (como vehículos eléctricos), donde la intensa competencia en precios ha erosionado los márgenes. La tendencia refleja vulnerabilidades seculares: un exceso de capacidad crónico, crecimiento sistemáticamente basado en el crédito, elevado apalancamiento empresarial, débil demanda interna y unas persistentes distorsiones de las políticas que favorecen a las ineficientes empresas estatales en detrimento de empresas privadas más ágiles. Ante esto, los gobiernos locales, bajo la presión del aumento del desempleo y la merma de ingresos fiscales, han recurrido a incentivos fiscales, subvenciones e incluso la compra directa de existencias sin salida como medidas para apoyar a empresas en dificultades. Sin embargo, el gobierno central adopta un enfoque más prudente al aprobar normas para frenar el descontrol en los rescates locales e instruir a los bancos limitar la concesión de préstamo a empresas *zombis*. Al mismo tiempo, las autoridades, temerosas de generar inestabilidad social, combinan esta disciplina financiera con cierta relajación monetaria, incluidos recortes de tipos y menores coeficientes de reservas obligatorias, además de ayudas fiscales finalistas. El dilema de política es agudo: dejar quebrar a empresas inviables entraña el riesgo de contagio financiero y pérdida de empleo, mientras que sostenerlas aumenta las ineficiencias, acumula deudas incobrables y crea presión deflacionista. La situación actual recuerda a crisis pasadas (estímulos de 2009, purga industrial de 2015, la recesión ligada a la pandemia en 2020...), pero con una diferencia crítica: este ciclo es más gradual, está mucho más arraigado y no responde a eventos externos, sino al agotamiento del propio modelo chino de crecimiento. La proliferación de empresas no rentables está erosionando la base de ingresos fiscales, tensando el sistema bancario y bloqueando capital en sectores de escasa productividad. Los mercados de renta variable siguen bajo presión, con resultados deslucidos y persistente escepticismo inversor ante el programa de reformas del gobierno. El Banco Popular de China (PBoC) ha aplicado recortes moderados de tipos de interés, evitando excederse al estimular, en un intento por preservar la estabilidad financiera y desalentar una asignación aún peor de los recursos.

En suma, que China no lo tiene fácil al tratar de reducir gradualmente el número de empresas inviables sin alterar la estabilidad social y el orden financiero. La credibilidad de sus reformas saldría reforzada si tuviera éxito, pero un fracaso agravaría el estancamiento y los riesgos sistémicos a escala nacional y mundial.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



Disparidad en los datos económicos de mayo

Producción industrial: +5,8% interanual (dato del consenso: +6,0%, mes anterior: +6,1%). Inversión en activo fijo: +3,7% interanual (consenso: +4%, mes anterior: +4%). Precio de la vivienda nueva: -0,2% mensual (abril: 0%). Ventas minoristas: +6,4% interanual (consenso: +4,9%, mes anterior: +5,1%). Tasa de desempleo: 5,0% (consenso: 5,1%, mes anterior: 5,1%).

El precio de la vivienda registra su mayor caída en siete meses

Los precios de la vivienda registraron su mayor caída en mayo, con un abaratamiento medio (n=70 ciudades) del 0,2% respecto a abril y del 3,5% interanual; en el caso de la vivienda usada, se abarató un 0,5%, la mayor disminución en ocho meses. Los precios seguirán previsiblemente bajando este año a medida que se disipan los efectos del estímulo del pasado mes de septiembre.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



JAPÓN

El *tapering* podría finalizar. El mercado de Tokyo se estabiliza al relajarse la situación en Oriente Medio

Las señales de concesión iraní ayudan a estabilizar los activos japoneses

La renta variable enfiló un episodio vendedor tras la apertura de la jornada bursátil del viernes 13, provocado por los ataques militares de Israel contra Irán. A estos sucedieron los lances geopolíticos habituales en Oriente Próximo, que impulsaron el yen y franco suizo, el crudo y el oro. El petróleo atrajo en particular la atención, dada la influencia de Irán en el estrecho de Ormuz. Aunque Estados Unidos negó estar implicado, suscitó preocupación el modo en que las repercusiones podrían amplificar el conflicto. Sin embargo, los índices de referencia cobraron impulso el lunes 16, tras una apertura ligeramente al alza que reflejaba cierta relajación ante estas preocupaciones geopolíticas, principalmente tras informes indicativos de que Irán estaría buscando dialogar con EE.UU. para desescalar el conflicto con Israel. Pensamos que, en la medida en que Irán empiece a mostrar debilidad ante Israel y pida reactivar el diálogo con las potencias occidentales, intentando detener los ataques israelíes contra infraestructuras críticas en su territorio y ganar tiempo, los mercados podrían convencerse de que disminuye el riesgo de escalada sin control y de ampliación del conflicto regional. En este escenario los mercados financieros podrían recobrar cierta estabilidad.

El BoJ reducirá el ritmo de *tapering* en 2026, manteniendo los estímulos

Por *tapering* en política monetaria se entiende una retirada gradual de estímulos, en concreto la progresiva moderación del ritmo de compra de activos (bonos del Tesoro, MBS, etc.) por un banco central tras un periodo de relajación cuantitativa (QE). En particular, el Banco de Japón (BoJ) está empezando a considerar aflojar el *tapering* en el segundo trimestre de 2026 (pensado inicialmente en llevar las compras trimestrales de JGBs desde los actuales 400.000 millones de yenes a 200.000 millones (1.400 millones de USD). Ahora, se piensa en ralentizar de manera significativa la retirada del estímulo, y seguir comprando una suma superior de JGBs. Con dicha decisión se propone equilibrar las medidas para fomentar la formación de los tipos de los bonos por el mercado y prevenir al mismo tiempo perturbaciones asociadas a una fuerte volatilidad. El BoJ decidió por unanimidad mantener el tipo de los préstamos a un día en el 0,5%.

Puntos en disputa impiden cerrar el acuerdo comercial entre Japón y EE.UU.

El primer ministro japonés, Shigeru Ishiba, se reunió media hora con el presidente Donald Trump en Kananaskis (Alberta, Canadá) y manifestó a los periodistas que «aún no se ha alcanzado un acuerdo global al persistir disenso en ciertas áreas». Sin que quepa esperar nada definitivo de Trump, las negociaciones arancelarias continuarán. Pese a su rigurosidad y crudeza, Ishiba afirmó que «aún resulta difícil decir cuándo podría llegarse a un acuerdo». Ante insinuaciones de que el sector del automóvil seguiría siendo un punto de fricción, se enfatizó que Japón haría todo lo posible para proteger los intereses nacionales en el intercambio de puntos de vista entre ambos mandatarios. Ryosei Akazawa, negociador jefe de aranceles, hizo el viernes 13 un último esfuerzo para facilitar que pudiera cerrarse un acuerdo mutuamente ventajoso en la reunión en persona prevista entre Shigeru Ishiba y Donald Trump. Tras reunirse en Washington por separado con el secretario del Tesoro, Scott Bessent, y el de Comercio, Howard Lutnick, Akazawa manifestó a la prensa que había «explorado muy a fondo la posibilidad» de un acuerdo comercial en las conversaciones. Sin embargo, se negó repetidamente a comentar si podría llegarse a un acuerdo con ocasión de la cumbre del G7 en Canadá.

Las recompras de acciones van camino de marcar récord, pero los inversores muestran una creciente cautela

Según el análisis por Nikkei de unas 4.000 empresas, los anuncios de recompra de acciones ascendieron entre enero y mayo a un total de 12,1 billones de yenes (83.500 millones de USD), lo que supone un incremento del 20% interanual y un máximo histórico para el periodo, y equivale ya a casi el 70% del total de 2024. Realizaron anuncios 785 empresas, un 20% más que en el mismo periodo del año anterior. Entre ellas, 90 están acometiendo recompras de acciones pese a haber anunciado un menor beneficio neto del ejercicio. Ahora bien, los inversores son cada vez más críticos con las empresas que recurren a las recompras, ya que la revalorización de las acciones resultó ser transitoria en algunos casos. Japón puso en marcha en 2023 varias reformas estructurales dirigidas a reforzar la orientación al accionista, con el objetivo declarado de mejorar la relación precio/valor contable (P/B) de su mercado bursátil. La TSE introdujo en marzo de 2023 una segunda fase de la reforma reguladora que exigía a las empresas con relación P/B inferior a 1 publicar planes concretos para mejorar su capitalización bursátil, la cotización de sus acciones y la eficiencia del capital. Esto ejerce presión pública sobre ellas para que cumplan las directrices o expliquen su inacción; el cambio normativo ya ha empezado de hecho a modificar el comportamiento de las empresas. En particular se ha producido un notable repunte en las recompras de acciones por empresas japonesas, una de las herramientas más directas disponibles para respaldar los precios de las acciones. El aumento de las recompras puede considerarse una respuesta estratégica tanto a la presión normativa como al creciente escrutinio de los inversores, lo que refuerza la credibilidad del programa de reformas y está contribuyendo a la reciente revalorización de la renta variable japonesa.

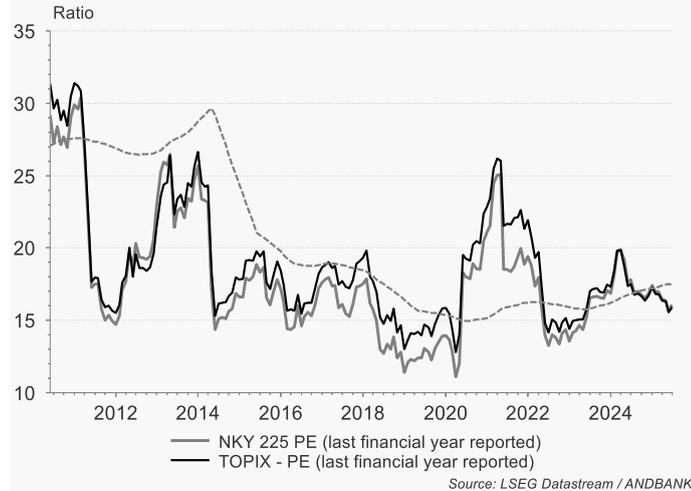
Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): NEUTRAL (elevamos el PER objetivo a 16x; la prima de riesgo es demasiado elevada, del 5,20%, para un PER de 14,9x)

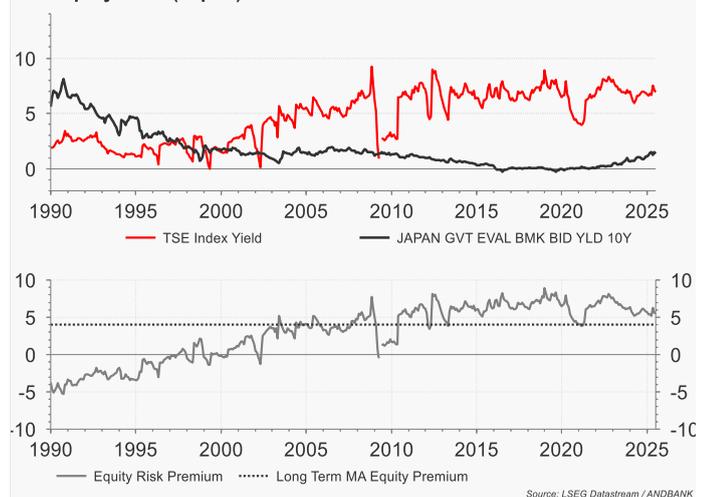
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,5%)

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

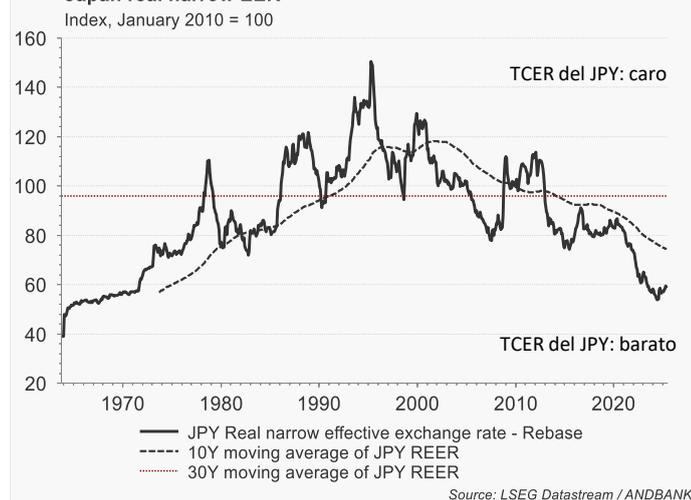
Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER





INDIA

Sobre la capacidad del «gigante silencioso» para liderar los EM, posicionamiento estructural y prudencia táctica

Factores positivos

Fortaleza macroeconómica. Sólido crecimiento del PIB: 7,4% interanual en el primer trimestre de 2025 (frente al 6,2% anterior y por encima del consenso), que indica una recuperación impulsada por consumo privado y sector manufacturero.

Aguante de la demanda interna. India sigue un modelo de crecimiento orientado al interior, con el 80% del PIB dependiente del consumo interno, lo que le brinda protección frente a perturbaciones comerciales externas.

Política monetaria y fiscal acomodaticias. La inflación general está contenida y, con un dato subyacente del 3,75%, cabe recortar el tipo de las operaciones *repo* (actualmente en el 6,5%) sin comprometer la estabilidad macroeconómica.

Espacio fiscal ampliado. La consolidación fiscal ha reducido el déficit del 9,2% al 4,8%, liberando espacio para gasto anticíclico en infraestructuras, tecnología y bienes de consumo.

Atractivo relativo en épocas de tensión mundiales por su baja sensibilidad arancelaria. Una parte significativa de las exportaciones indias son servicios (no sujetos a aranceles) y la exposición de la economía al comercio exterior es baja en comparación con otros mercados emergentes.

Refugio regional seguro. En episodios de caídas de los mercados asiáticos (p. ej., en abril de 2025), el descenso de los índices indios fue notablemente menor que el registrado por los de Hong Kong o Japón.

Datos técnicos favorables. Tras una corrección desde octubre (-10%), los ratios de valoración han mejorado, MSCI India (PER): 24,8x (media de 5 años: 25,8x). El atractivo del PEG se apoya en un crecimiento del BPA esperado del 15%.

Sólida rentabilidad. La ROE del Nifty 50 del 15,3% es la más alta en 10 años.

Buenas perspectivas de beneficios. Previsiones del 5-6% para el ejercicio fiscal 2025 y del 8-10% para el de 2026.

Flujos sostenidos y apoyo estructural. La inclusión en los índices FTSE EM (sept. 2025) y Bloomberg EM genera expectativas de flujos pasivos adicionales.

Crecimiento financiero interno. La disminución del ratio entre agregados M0/M3 refleja un sistema bancario más eficiente y economía más formal y bancarizada.

Gobernabilidad asegurada. El BJP conserva la mayoría simple y los ministerios clave, garantizando la continuidad de la política económica.

Visión a largo plazo. El plan de «Una India desarrollada para 2047» sigue siendo el ancla estratégica del Gobierno.

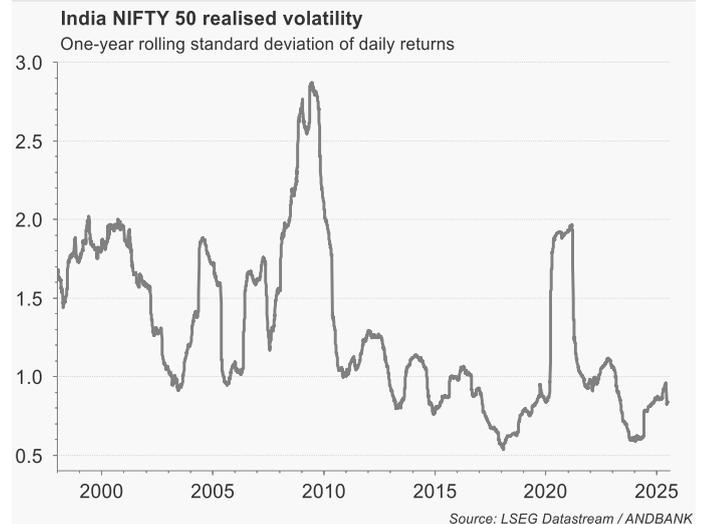
Agenda de reformas en curso. Digitalización, *friendshoring*, simplificación fiscal y reindustrialización siguen formando parte de las políticas activas.

Primer censo completo de castas en casi un siglo. El censo nacional de 2026-27 incluirá preguntas sobre castas, algo que no se hacía sistemáticamente desde 1931. Incluirá no sólo a las castas y tribus desfavorecidas (SC/ST), sino también otras clases atrasadas (OBC), y proporcionará datos más detallados para diseñar políticas de equidad y cuotas. La motivación oficial del Gobierno central, dirigido por el BJP, es promoverlo como un paso «histórico» hacia la justicia social y la elaboración de políticas basadas en datos. Los partidarios de la reforma (desde el Gobierno) sostienen que permite asignar recursos de forma más justa y eficaz. El Primer Ministro Modi la respaldó bajo presión política, citando la demanda popular y electoral, y el Partido del Congreso también apoya la medida. Rahul Gandhi la calificó de «primer paso hacia una profunda reforma social». Quienes se oponen a la reforma son algunas castas dominantes y superiores, que temen que una redistribución actualizada basada en datos pueda afectar a sus cuotas y privilegios actuales. Algunos grupos sociales, como la Nair Service Society, advierten de que la recopilación de datos sobre castas y religión podría dañar la unidad nacional y vulnerar la intimidad personal.

Factores negativos

Riesgo de apreciación del yen japonés. La apreciación del yen de 162 a 142 unidades por dólar provocó salidas de capitales y una caída del 20% en la renta variable india. Una ulterior apreciación considerable (evento al que asignamos una probabilidad del 20%) induciría amplias salidas de capitales, mientras que una moderada (probabilidad del 40%) supondría un contratiempo, pero menos severo. Si el yen se estabilizase India volvería a ser receptora neta de flujos de capital.

Sobrevaloración de empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil. Pese a la menor visibilidad de sus beneficios, cotizan con prima respecto a las del Nifty 50: ratios elevados que implican sensibilidad a sorpresas macroeconómicas o geopolíticas.



Mayor fragmentación del Gobierno. Aunque el BJP preside el ejecutivo, depende ahora de alianzas y del consenso de la oposición para sacar adelante las reformas.

Retrasos legislativos. La presión parlamentaria y social han conducido al archivo de proyectos clave o a demoras en su tramitación. El proyecto de Ley de Servicios de Radiodifusión Digital, dirigido a regular servicios de transmisión libre por Internet (OTT), se retiró por haberse omitido la fase de consulta pública. También están en suspenso iniciativas controvertidas como el Código Civil Uniforme y reformas laborales.

Dependencia de la financiación extranjera. Los grandes conglomerados dependen en parte de poder emitir deuda en mercados internacionales, lo que los expone a cambios en la propensión mundial a asumir riesgos.

Debilidad cíclica de la inversión privada, que conlleva dilaciones en la inversión en activos fijos. La inversión privada, que representa el 66% de la inversión nacional, lleva dos años paralizada por reformas financieras y un proceso de desapalancamiento. Por su parte, el calendario electoral y los monzones han pospuesto el gasto público, que debería repuntar con todo en la segunda mitad del año fiscal.

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

Podrían surgir grandes oportunidades si Irán dejase de representar un riesgo geopolítico en la región

Panorama macroeconómico y geopolítico

El panorama de la economía israelí ha estado en gran medida configurado por la escalada de tensiones geopolíticas con Irán, que culminó a mediados de junio con un ataque militar directo de Israel a Irán. Esta escalada ha dañado de una manera considerable la confianza económica y las perspectivas fiscales del país, si bien el aguante último de la economía está siendo notable. Antes del ataque, la economía israelí mostraba una sólida recuperación, con una fuerte revisión al alza, al 3,7%, del crecimiento del PIB del primer trimestre de 2025. Ahora bien, desde entonces el Ministerio de Finanzas ha ajustado a la baja, del 4,3% al 3,6%, la previsión de crecimiento para el conjunto del año para reflejar las perturbaciones derivadas de las hostilidades. El impacto fiscal del conflicto militar ha sido sustancial. El gasto en armamento y defensa de Israel se ha disparado, estimándose que el coste diario de sus operaciones militares ronda los 725 millones de USD. Este incremento del gasto está comprometiendo la consecución del objetivo de déficit presupuestario, que esperaba situarse en torno al 5% del PIB en 2025. La inflación, que en mayo se moderó ligeramente al 3,1%, afronta ahora una persistente presión al alza. En gran medida, por el aumento de los precios mundiales del petróleo, exacerbados por la inestabilidad regional derivada del propio conflicto. El Banco de Israel (BOI) mantuvo el tipo de interés de referencia en 4,5%, lo que se considera prudente dadas las incertidumbres inflacionistas y geopolíticas. Pese a las perturbaciones derivadas del ataque militar, la actividad económica ha dado muestras de notable resistencia. Las principales industrias siguen operando y servicios fundamentales, los financieros incluidos, apenas han experimentado interrupciones. No obstante, una eventual prolongación del conflicto amenazaría la estabilidad de las cadenas de suministro en la región, sobre todo aquellas dependientes de las críticas rutas comerciales del Mar Rojo.

Renta fija

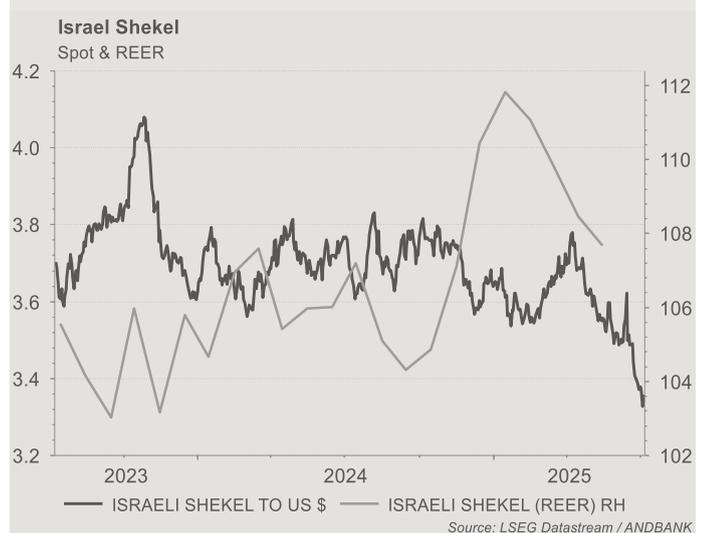
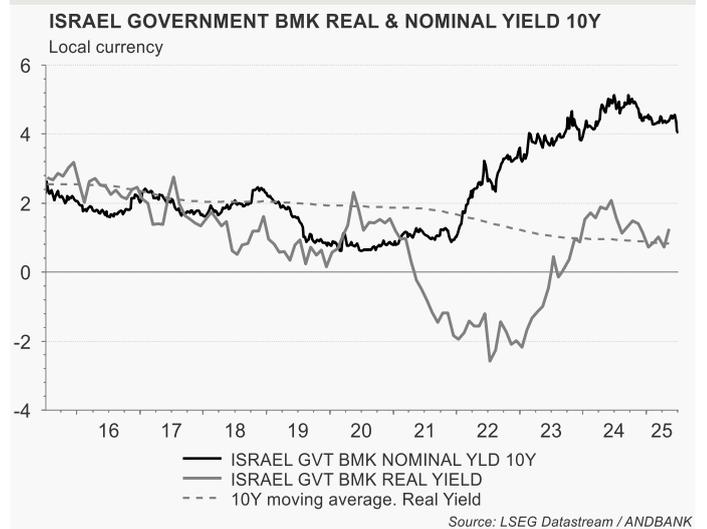
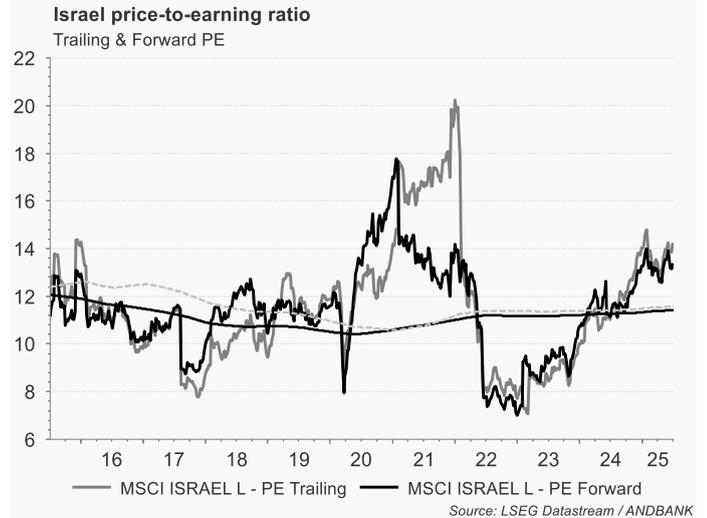
Los rendimientos del bono israelí a 10 años se elevaron bruscamente al hacerlo las tensiones, para estabilizarse con rapidez una vez los inversores reevaluaron la situación. Este movimiento indica una confianza de fondo en la solvencia de Israel como emisor soberano. El éxito de las subastas de bonos del Estado a mediados de junio dejó aún más clara la continuidad en la confianza inversora. Si bien las subastas se adjudicaron a tipos ligeramente superiores, el hecho mismo de que estuvieran suficientemente suscritas constituye una señal alentadora al indicar que los inversores, aun reconociendo los riesgos, consideran manejable el potencial impacto del conflicto actual sobre la deuda soberana. Se ha producido un cambio notable en las expectativas de bajadas de tipos de interés: previstas anteriormente para finales de 2025, se han pospuesto a mediados de 2026 en una recalibración que refleja los riesgos asociados a la persistente inflación y la actual inestabilidad geopolítica. El compromiso del Banco de Israel con la estabilidad del mercado, incluidas eventuales intervenciones para suministrar liquidez, ha sido crucial para mantener la confianza inversora y evitar mayores perturbaciones en el mercado.

Renta variable

Los mercados bursátiles israelíes han exhibido un notable aguante en medio del inestable entorno geopolítico. El índice de referencia TA-35 cayó inicialmente algo más del 2% ante las noticias del ataque, pero se recuperó rápidamente, lo que reflejó la confianza de los inversores en que el conflicto sería breve y reduciría el riesgo geopolítico en el largo plazo si, tras el ataque, la capacidad militar de Irán quedara sustancialmente debilitada. Los resultados sectoriales fueron desiguales, pero en general favorables en áreas clave. Las acciones del sector de defensa se revalorizaron, impulsadas por el aumento previsto del gasto público en medidas militares y de ciberseguridad. Del mismo modo, las del sector de la construcción e infraestructuras se beneficiaron de proyectos de inversión previstos relacionados con la seguridad y posibles medidas de reconstrucción tras el conflicto. En cambio, sectores más sensibles a las perturbaciones geopolíticas, como el del turismo y las aerolíneas, encajaron retrocesos. Aun cuando la volatilidad persista en el futuro inmediato, las condiciones generales del mercado reflejan un prudente optimismo. La impresión dominante es que un resultado militar que favoreciera decisivamente a Israel podría reducir futuros riesgos en la región y, con ello, mejorar el entorno de inversión a largo plazo de Israel.

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

La política monetaria restrictiva tiene un largo recorrido, con tipos aún altos y una actividad que aguanta bien

Política monetaria: fin del ciclo de subidas de tipos de interés en Brasil

Todo parece indicar que el Banco Central de Brasil (BCB), tras la reunión de junio de su Comité de Política Monetaria (COPOM), ha dado por concluido su ciclo de endurecimiento monetario. Lo que no quita que el mercado siga dividido sobre si habrá una última subida de 25 pb o el tipo se mantendrá estable en el 14,75%. Al margen de este pequeño detalle, y tras nueve meses de subidas consecutivas, el ciclo de endurecimiento parece haber llegado a su término. El tipo nominal está ahora en su nivel más alto desde 2006 y el tipo de interés real ronda el 9% anual.

La inflación (IPCA) ha superado el punto medio del rango objetivo todos los años desde 2019 y rebasó el tope superior de la banda de tolerancia en 2021, 2022 y 2024. Las proyecciones apuntan a que la desviación de los parámetros objetivo será mayor en 2025. Además, las expectativas de inflación a medio plazo siguen sin estar ancladas, según la mediana de previsiones de la encuesta Focus del BCB. Es más: los propios modelos del BCB indican que alcanzar el objetivo de inflación requeriría una postura monetaria aún más restrictiva. Sin embargo, la estrategia actual parece ser tirar de paciencia: esperar a que se dejen sentir en la economía los efectos retardados de las subidas de tipos. A seis trimestres vista (el horizonte pertinente para la política monetaria) se espera una desaceleración económica. El PIB lleva tres años consecutivos por encima de su potencial y, con los tipos de interés en niveles altos, cabe esperar y desear que el crecimiento se ralentice. La previsión de consenso de crecimiento del PIB en 2025 se sitúa entre 2,0% y 2,5%, lo que se aproxima más al nivel de producción potencial de Brasil.

Uno de los principales retos que se plantea al BCB es la falta de coordinación fiscal. Mientras la política monetaria pisa el freno, la fiscal aprieta el acelerador. El Gobierno, cuya popularidad va en declive (las últimas encuestas muestran una creciente desaprobación del presidente Lula), ha anunciado varias medidas para estimular el consumo. Alcanzar el objetivo fiscal de este año exigirá recortar el gasto o aumentar los ingresos, dos medidas que topan con una fuerte resistencia política en el Congreso. Este mes el gobierno propuso elevar los impuestos sobre las transacciones financieras y aprobar partidas de gasto contingentes. Ahora bien, con una base legislativa frágil, las tensiones entre el ejecutivo y el legislativo no ceden. La falta de credibilidad en materia fiscal, unida a la proximidad de las elecciones presidenciales (para las que falta poco más de un año), hace temer que la disciplina fiscal continúe erosionándose en el periodo de campaña. En estas circunstancias, e independientemente de las medidas que adopte el BCB, anclar las expectativas de inflación se hace cada vez más difícil.

Inflación: persiste el reto pese a suavizarse los datos

El IPCA subió en abril 0,26 pp, menos de lo esperado por el mercado (0,35 pp). El índice ha subido un 2,75% anual, al tiempo que la tasa a 12 meses ha bajado del 5,53% al 5,32%. La media de medidas de inflación subyacente a 12 meses es del 5,17%. El comportamiento de algunos componentes del índice fue alentador: el índice de difusión pasó del 67% al 60%, el índice de precios industriales se suavizó y los precios alimentarios bajaron debido a efectos estacionales. El sector servicios, aunque en desaceleración, sigue dando motivo de preocupación por su fuerte vinculación con la demanda interna, el empleo y los ingresos, todos los cuales se mantienen firmes. Pese al dato ligeramente mejor, la inflación continúa muy por encima del objetivo del 3% e incluso del techo del 4,5% de la banda de tolerancia, lo que justifica la postura restrictiva del BCB.

La actividad económica aguanta, pero se ralentiza gradualmente

El Índice de Actividad Económica del Banco Central (IBC-Br), indicador mensual del PIB que estima el BCB, aumentó un 0,2% en abril, batiendo las expectativas del consenso (0,1%). En lo que va de año el incremento es del 3,5%, y del 4,0% en los últimos 12 meses. La agricultura ha sido un factor clave de crecimiento en 2025, aumentando un 18,5% gracias a unas cosechas récord. Sin embargo, el sector se contrajo un 0,9% en abril. La industria, que ha ganado un 3,2% en lo que va de año, retrocedió también en abril. Por su parte, el sector servicios sigue destacándose con una ganancia del 2,5% en el primer cuatrimestre y un aumento del 0,4% en el mes. A los efectos de la política monetaria es útil centrarse en los componentes más cíclicos del PIB, excluyendo agricultura. Esta versión del IBC-Br aumentó un 0,1% en abril, un 2,7% en lo que va de año y un 3,4% en los últimos 12 meses. Si bien la actividad sigue aguantando, el BCB mira con agrado la ralentización.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

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

Deuda soberana USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 275 pb; rend. obj.: 7,25%)

Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 5,60)

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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



MÉXICO

La política monetaria ronda la neutralidad en un ejercicio de equilibrio entre alta inflación y ralentización económica

Política monetaria: perspectivas de tipos de interés y posicionamiento

Como se esperaba, en su decisión de política del 14 de mayo el Banco Central de México (Banxico) recortó el tipo de referencia 50 pb, situándolo en el 8,50%, y mantuvo la previsión de un recorte adicional por la misma cuantía para la reunión siguiente (26 de junio). Es previsible que la decisión no será unánime, ya que el miembro del Consejo más inclinado al análisis técnico y beligerante con la inflación ha expresado su desacuerdo con otro recorte de 50 pb, alegando los niveles actuales de inflación y elevadas expectativas de inflación para los próximos trimestres. Los argumentos a favor de nuevos recortes de tipos basados en un tipo real *ex ante* muy restrictivo se están debilitando, siendo así que este se sitúa ahora unos 100 pb por encima del tope del rango del tipo neutral estimado por Banxico. El consenso del mercado sitúa el tipo *terminal* para 2025 en 7,25-7,50%. Por nuestra parte pensamos, sin embargo, que la probabilidad de que la inflación supere las previsiones podría contener nuevas bajadas de tipos, de modo que el tipo *terminal* podría más bien rondar el 7,75-8,00%.

Actividad económica e inflación: tendencias, factores y riesgos

Tras el satisfactorio comportamiento de exportaciones e inversión en infraestructuras (componentes clave de la producción industrial) en el primer trimestre de 2025, los indicadores económicos mostraron un sesgo al alza. Sin embargo, la tendencia a la baja de la inversión fija bruta y del consumo privado se reanudó en marzo, lo que justificó la actual revisión a la baja del PIB, cuyo crecimiento en 2025 se prevé ahora que será prácticamente nulo. La inflación general ascendió del 3,93% interanual en abril al 4,42% en mayo, superando la inflación subyacente el 4%. El peor dato general se debió al encarecimiento de los productos agrícolas, compensado en parte en el norte de México con subvenciones a la electricidad.

Política fiscal y económica

Según previsiones macroeconómicas actualizadas para el presupuesto de 2025, el déficit fiscal se elevó del 3,0% al 3,9% del PIB, al tiempo que el superávit primario se redujo de casi el 1% a apenas el 0,6%, principalmente por efecto del aumento del gasto. Aunque las mejores previsiones sobre el tipo de cambio y los precios del petróleo avalan revisar las expectativas de ingresos, la previsión de crecimiento oficial para 2025, del 1,9%, peca de optimista comparada con las proyecciones de los analistas, que son de un crecimiento prácticamente nulo. Pese a las revisiones, Fitch reafirmó la calificación crediticia soberana en BBB- con perspectiva estable.

Tras un periodo ensombrecido por la volatilidad en cuestiones comerciales y aranceles, la atención se redirigió hacia la reforma judicial y la elección de la mitad de jueces y magistrados federales y locales en junio. Esto apenas tuvo repercusión inmediata en los activos mexicanos, pero suscitó preocupaciones sobre el Estado de Derecho, lo que, según admitió la presidenta Sheinbaum, podría limitar la capacidad del país para aprovechar plenamente el reposicionamiento que siguió al «Día de la liberación» proclamado por Trump. Las condiciones comerciales mejoraron significativamente tras recalibrarse las fórmulas arancelarias aplicadas al sector del automóvil, evitándose el arancel punitivo general del 25% aplicable a exportaciones no comprendidas en el alcance del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC/USMCA), como era el caso de las del acero y aluminio, y relacionadas con el fentanilo. Esto redujo el tipo efectivo de los aranceles del 17-18% al 10-11% para dichas exportaciones.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos el optimismo, sobre todo tras los anuncios del 2 de abril. Aun cuando el mercado ha repuntado claramente en 2025, los niveles de valoración aún reflejan un notable descuento, tanto comparados con homólogos internacionales como respecto a niveles históricos. Nuestra previsión, basada en la actual relación precio/beneficios (PER) a 12 meses de 15x y un crecimiento previsto de los beneficios de alrededor del 11%, apunta a un potencial alcista que llevaría el nivel de cotización objetivo por encima de los 66.000 puntos (frente a los actuales 57.000, con una rentabilidad del 18% en lo que va de año).

Renta fija. Con la Fed en pausa y Banxico con perspectivas de relajación, el diferencial de rendimiento entre el bono mexicano a 10 años en pesos y su homólogo del Tesoro de EE.UU. se redujo a menos de 500 pb, situándose por debajo de su media de los últimos 12 meses de 547 pb. Mantenemos la previsión para final de año en 525 pb. En el caso del bono mexicano en dólares el diferencial también se ha comprimido de forma significativa debido a los recientes movimientos en el extremo largo de la curva de tipos-plazos estadounidense. Actualmente dicho diferencial se sitúa en 167 pb, siendo nuestro objetivo de final de año de 200 pb.

Tipo de cambio. El peso mexicano exhibió notable resiliencia en un entorno volátil. Salvo la breve depreciación tras el «Día de la liberación», cuando su cruce con el dólar alcanzó 20,85, cotizó establemente entre abril y junio, apreciándose recientemente por debajo de los 19 pesos por dólar. Mantenemos la previsión para final de año en 20,50, sin descartar episodios de volatilidad en el cuarto trimestre.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

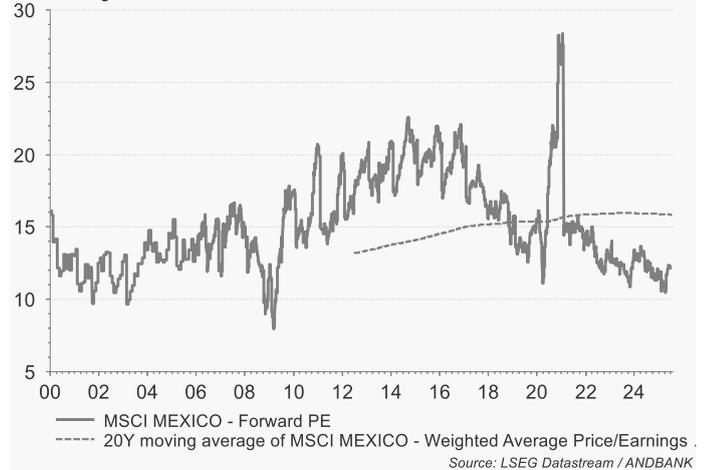
Renta variable (IPC México): NEUTRAL

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

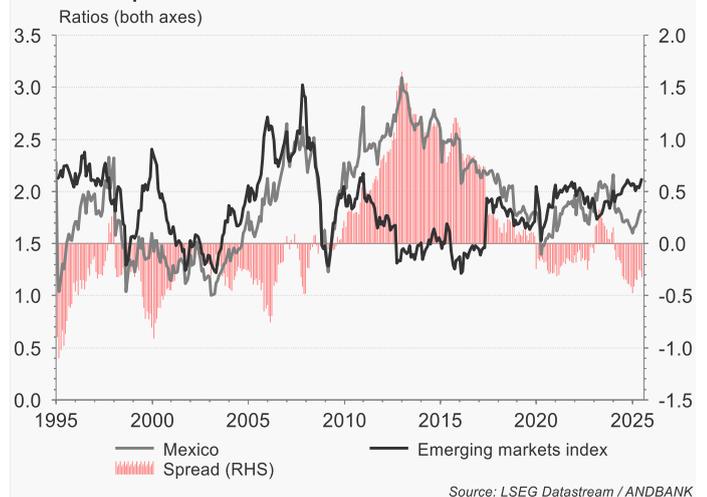
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,75%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 20,50)

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

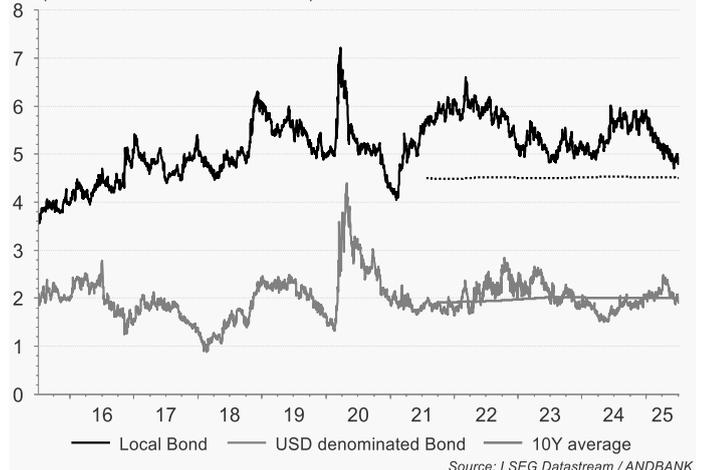


Mexico price-to-book ratio



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

La exclusión de CFK abre una nueva etapa, aunque los eventuales beneficiarios siguen sin estar bien definidos

Transición política y reseteo de la polarización

La Corte Suprema de Justicia se ratificó en la condena a la ex presidenta Cristina Fernández de Kirchner (CFK) por asociación ilícita y peculado o malversación de fondos públicos. El fallo confirmó la pena de seis años de prisión (bajo arresto domiciliario) y la inhabilitación de por vida para ejercer cargos públicos, lo que la convierte en la primera ex presidente de la historia argentina incurso en condena penal en firme. Su exclusión formal de la política electoral abre un vacío en el movimiento peronista, del que seguía siendo una figura central, bien que también polarizadora. Su salida obliga al partido a acelerar la transición hacia una era postkirchnerista, reconfigurando su liderazgo e identidad. Axel Kicillof, gobernador de la provincia de Buenos Aires, es quien sale más beneficiado del cambio. Su narrativa política, alineada con la de CFK (pero ya no eclipsada por su presencia) hace de Kicillof su heredero natural y la figura con más capacidad de competir a nivel nacional. Este reajuste debilitará temporalmente la maquinaria electoral del peronismo, mejorando las posibilidades del presidente Milei, pero puede sentar las bases de una fuerza peronista más moderna y competitiva en el medio plazo.

Por su parte, La Libertad Avanza (LLA) y el PRO forjaron una alianza electoral en la provincia de Buenos Aires de cara a las elecciones legislativas de septiembre. El acuerdo, un giro táctico de LLA, permite a la coalición presentar al candidato más competitivo independientemente del partido que lo avale. La alianza sigue siendo por ahora provincial, pero aumenta las posibilidades de la oposición frente a un peronismo en reorganización. LLA encabeza las intenciones de voto a nivel nacional, bien que por estrecho margen y con un electorado todavía indeciso. La evolución de los acontecimientos políticos acabará disipando las dudas sobre la continuidad de la política argentina y permitirá aliviar la inquietud de los inversores sobre la perdurabilidad de las reformas favorables al mercado.

Retorno a los mercados mundiales de capitales

Tras ocho años ausente, Argentina regresó a los mercados internacionales con la emisión del BONTE 2030. El Tesoro captó 1.000 millones de USD de inversores extranjeros, con una demanda total de 1.700 millones. El bono, suscrito en USD y pagadero en ARS, abona un cupón del 29,5% e incorpora una opción de venta ejercitable en mayo de 2027. Una reapertura posterior permitió recaudar otros 500 millones de dólares con los que reforzar las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Por otra parte, este obtuvo un préstamo *repo* por importe de 2.000 millones de USD sindicado por siete bancos internacionales. La transacción, respaldada por bonos emitidos por el BCRA (Bopreal) y otros activos de reserva, se suma a los 1.000 millones ya obtenidos en diciembre. El préstamo vence en abril de 2027 y tiene una tasa anual equivalente (TAE) fija del 8,25% en USD, basada en la tasa de financiación a un día garantizada (SOFR) más un diferencial de 450 pb.

En el sector empresarial, un consorcio de petroleras liderado por YPF (formado por Chevron, Shell, Vista, PAE, Pluspetrol y Pampa Energía) obtuvo un préstamo sindicado de 1.700 millones de USD de bancos internacionales para construir el oleoducto de Vaca Muerta Oil Sur (VMOS). Con una inversión total de más de 2.500 millones de USD, sus 525 km conectará Añelo (Neuquén) con la nueva terminal de exportación de Punta Colorada (Río Negro). El proyecto se propone duplicar la capacidad de evacuación de petróleo de la Cuenca Neuquina, con un caudal inicial de 550.000 barriles de petróleo diarios ampliable a 700.000 bpd. Haber incluido infraestructuras para exportar a través de grandes superpetroleros (VLCC) impulsará la competitividad argentina en los mercados asiáticos.

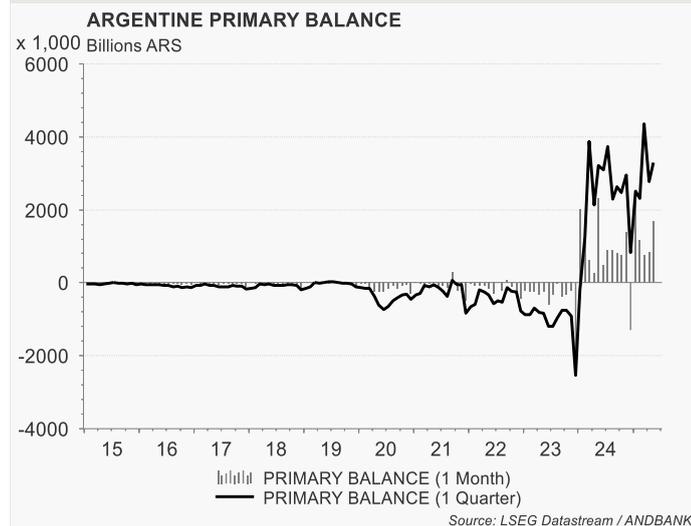
La desinflación cobra impulso en medio de la estabilidad política

El IPC apenas se elevó 1,5 pp en mayo (43,5% interanual), muy por debajo del 2,1% que anticipaba el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA, y representa el dato de inflación mensual más bajo desde 2018. La inflación subyacente se desaceleró en el mes al 2,2% (desde el 3,2% de abril), al tiempo que los precios estacionales cayeron un 2,7% y los regulados subieron un 1,3%. La inflación en los últimos 12 meses es del 43,5%, de los que solo 13,3 pp corresponden a 2025. Entre los principales sectores inflacionistas se contaron comunicaciones (+4,1%), restaurantes y hoteles (+3,0%) y sanidad (+2,7%), mientras que transporte (+0,4%) y alimentos (+0,5%) registraron aumentos más suaves. La inflación de los servicios (2,7% en el mes, 72,4% interanual) superó a la de los bienes (0,9% mensual, 33,1% interanual), si bien la diferencia entre las series se redujo. El resultado refleja la relajación de las presiones cambiarias, la escasa repercusión en los precios del ajuste cambiario de abril y la credibilidad ganada con la gradual supresión de controles de capital por parte del Gobierno.

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)





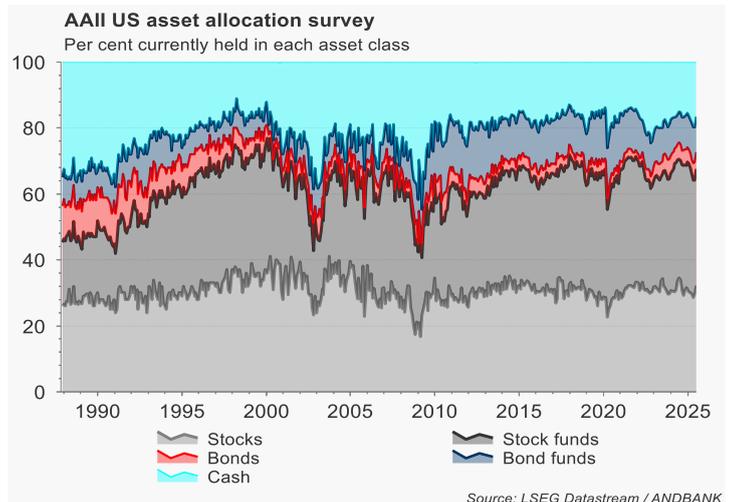
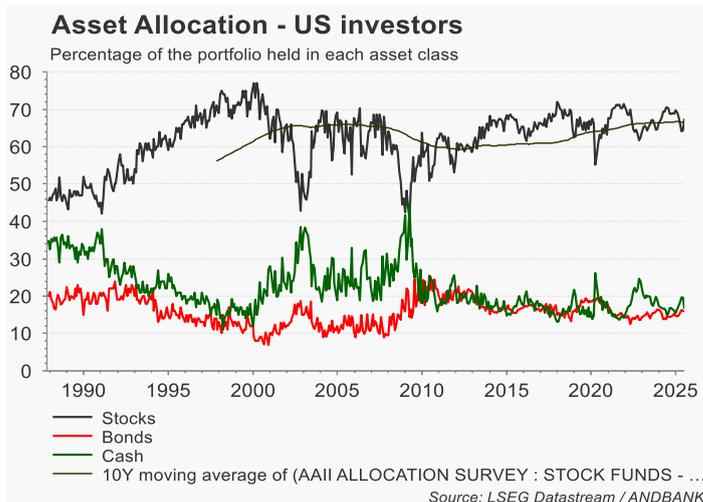
RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

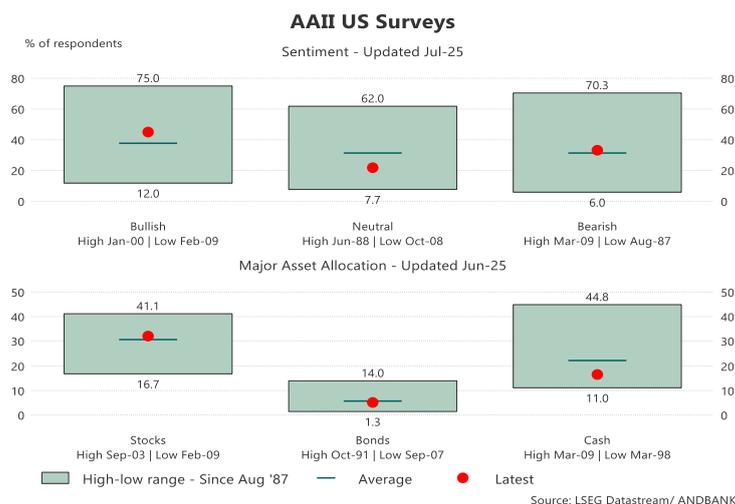
| Index | Projected EPS 2025 | Projected EPS Growth 2025 | PE Trailing (2024) | Price Earning (forward) | Current Equity Yied | Current Risk Premium | Hist Risk Premium | Spread curr RP vs hist RP | Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Committee | INDEX CURRENT PRICE | Andbank's Target Price (year end 2025) | Expected performance to target Price | Recommended Strategy | Exit Point (Strong Sell) |
|---------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|-------------------------|---------------------|----------------------|-------------------|---------------------------|---|---------------------|--|--------------------------------------|----------------------|--------------------------|
| USA S&P 500 | 257,0 | 8,3% | 26,25 | 24,24 | 4,13% | -0,28% | 2,00% | -2,28% | 25,00 | 6.230 | 6.425 | 3,1% | MW | 7.068 |
| Europe - Stoxx Europe 600 | 37,0 | 3,4% | 15,18 | 14,69 | 6,81% | 4,16% | 5,00% | -0,84% | 15,00 | 543 | 555 | 2,1% | UW | 611 |
| Spain IBEX 35 | 1.100,0 | 6,0% | 13,57 | 12,81 | 7,81% | 4,51% | 5,70% | -1,19% | 14,00 | 14.088 | 15.400 | 9,3% | MW-OW | 16.940 |
| Mexico IPC GRAL | 4.800 | 11,9% | 13,39 | 11,96 | 8,36% | -1,08% | -0,90% | -0,18% | 13,00 | 57.423 | 62.400 | 8,7% | MW | 68.640 |
| Brazil BOVESPA | 16.265 | 14,1% | 9,79 | 8,58 | 11,66% | -2,03% | -1,10% | -0,93% | 9,00 | 139.490 | 146.385 | 4,9% | UW | 161.024 |
| Japan TOPIX | 186,0 | 8,8% | 16,47 | 15,14 | 6,60% | 5,12% | 4,00% | 1,12% | 16,00 | 2.817 | 2.976 | 5,7% | MW-OW | 3.274 |
| China SSE Comp. A share | 247,0 | -5,7% | 13,99 | 14,84 | 6,74% | 0,16% | 4,80% | -4,64% | 13,50 | 3.666 | 3.335 | -9,0% | UW | 3.668 |
| China Shenzhen Comp | 94,7 | -5,8% | 20,90 | 22,20 | 4,50% | -2,08% | 1,25% | -3,33% | 20,00 | 2.102 | 1.894 | -9,9% | UW | 2.083 |
| India SENSEX | 3.800 | 8,1% | 23,76 | 21,98 | 4,55% | -1,75% | -2,00% | 0,25% | 24,00 | 83.513 | 91.200 | 9,2% | OW | 100.320 |
| MSCI EM ASIA | 49,4 | 15,0% | 15,66 | 13,62 | 7,34% | | | | 15,00 | 673 | 741 | 10,1% | MW | 816 |

ANDBANK ESTIMATES

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



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





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q1 2025 Earnings Dashboard

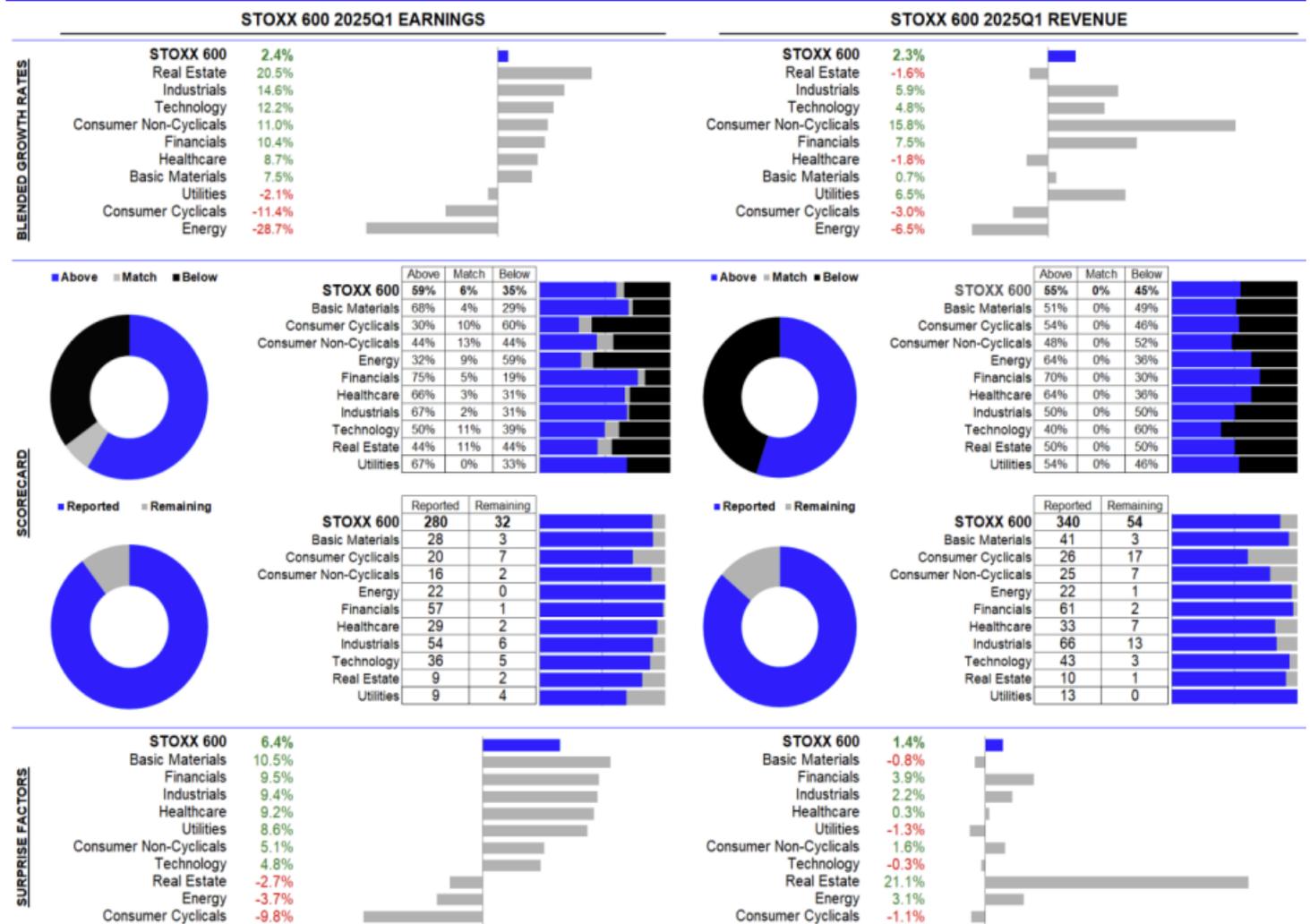
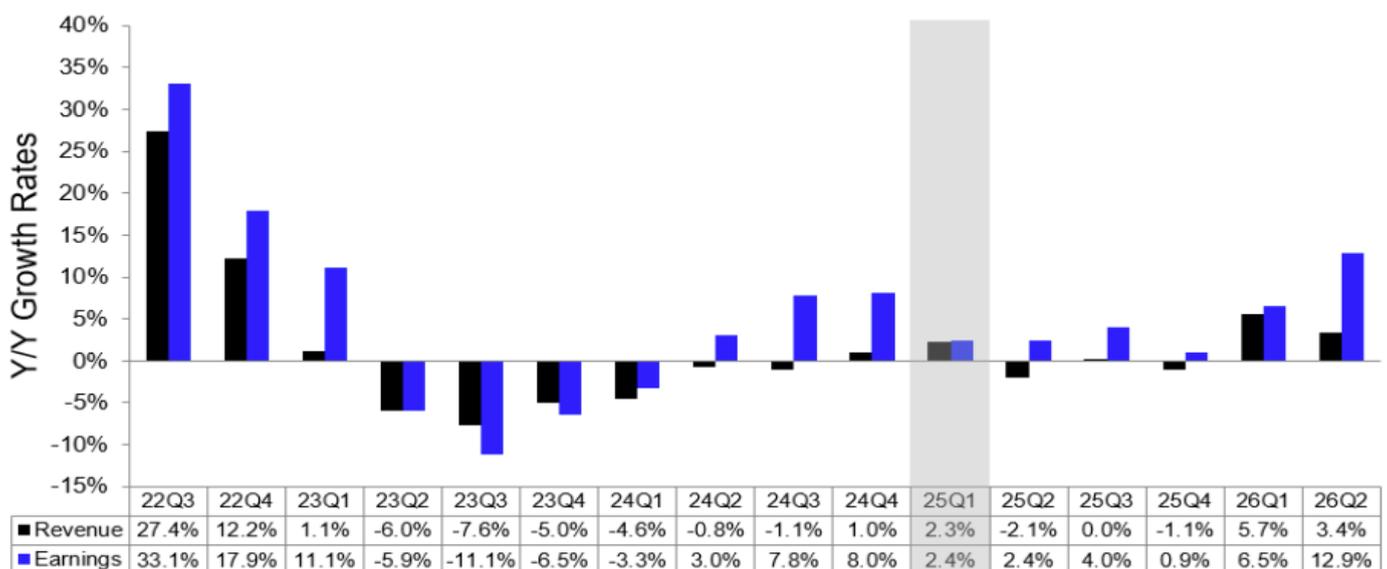


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

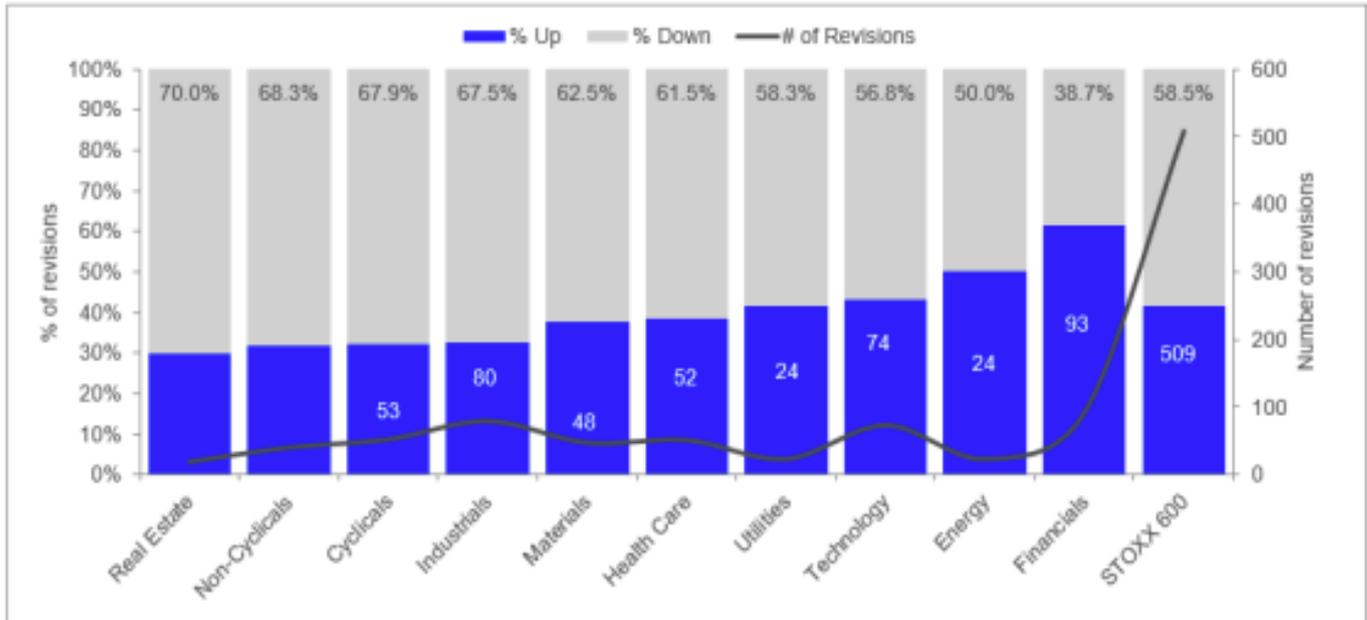




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

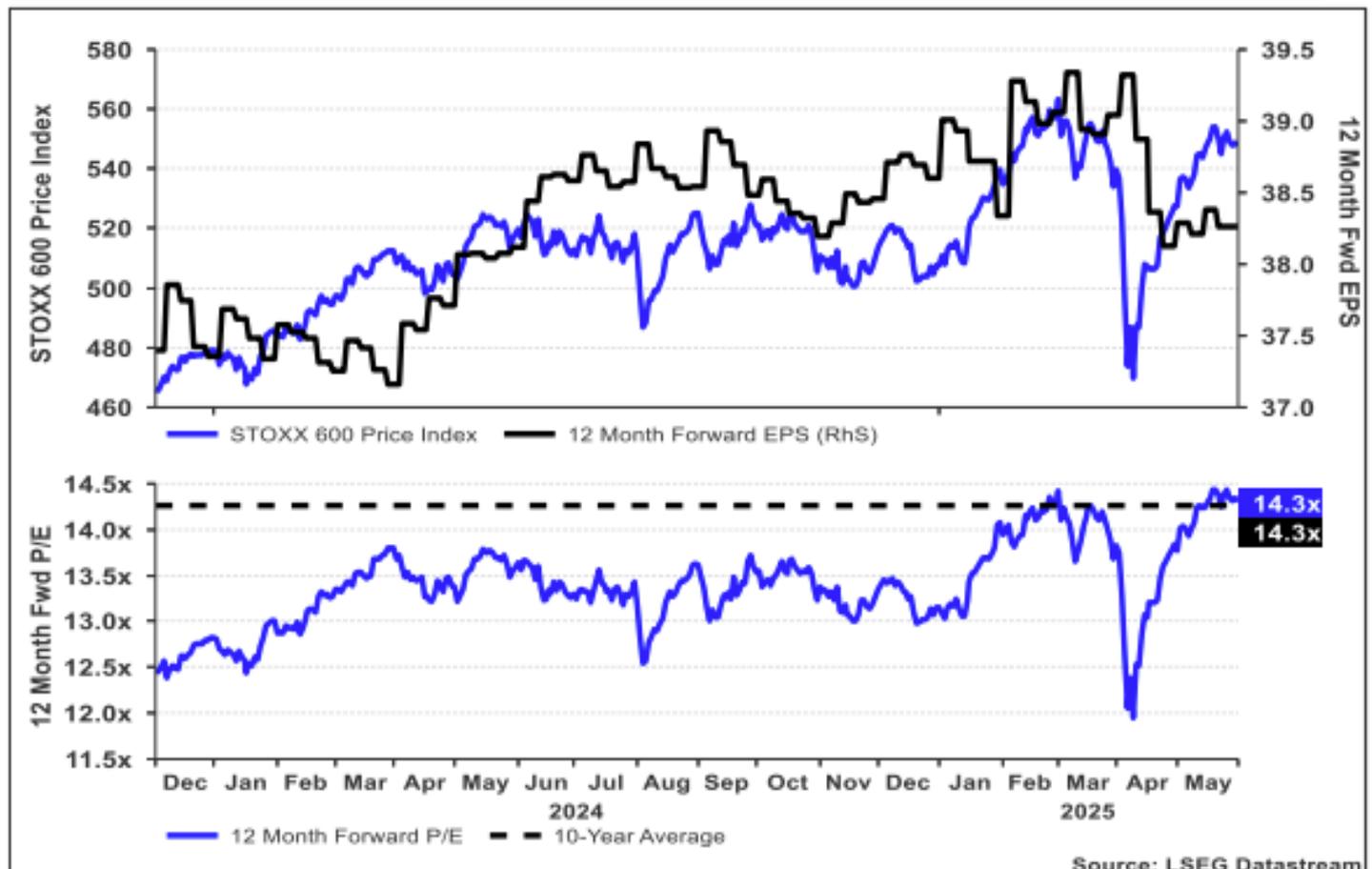
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

Source: LSEG Datastream



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EUROPA

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend

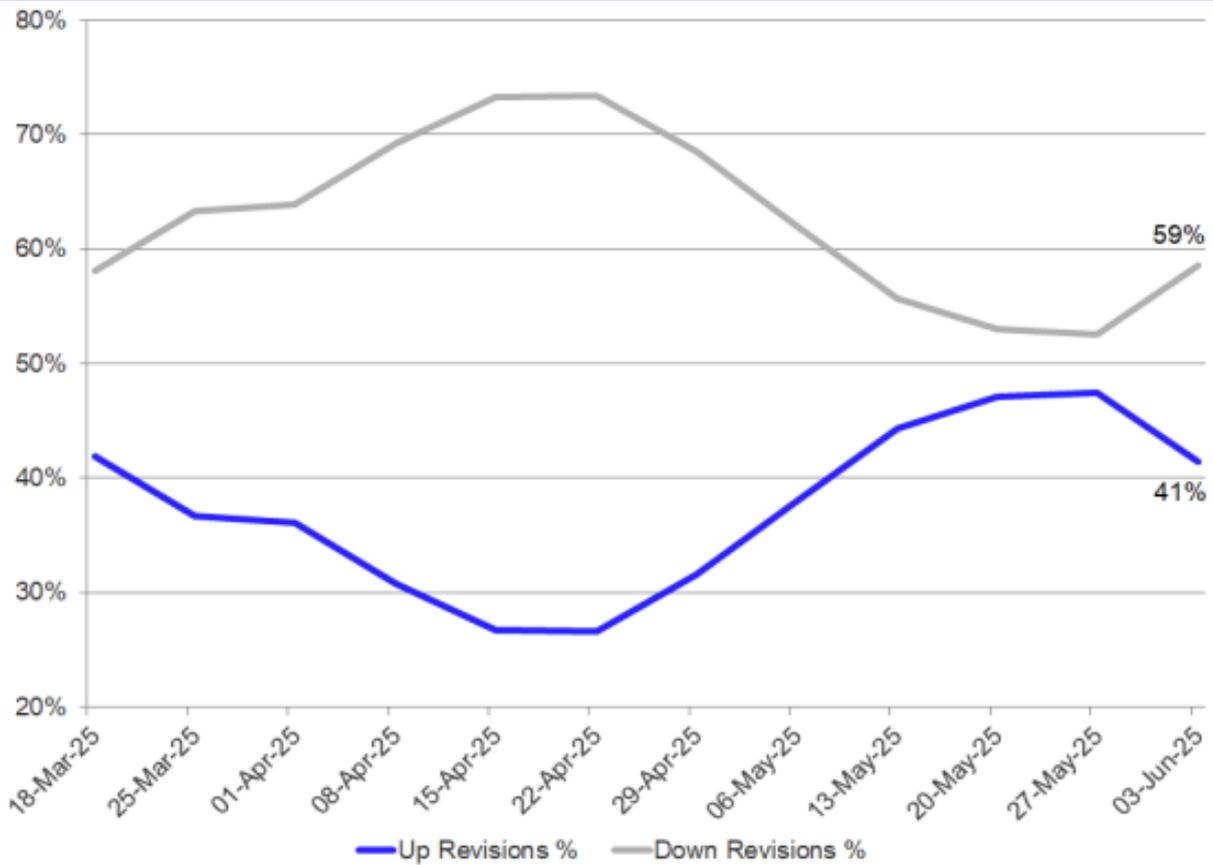
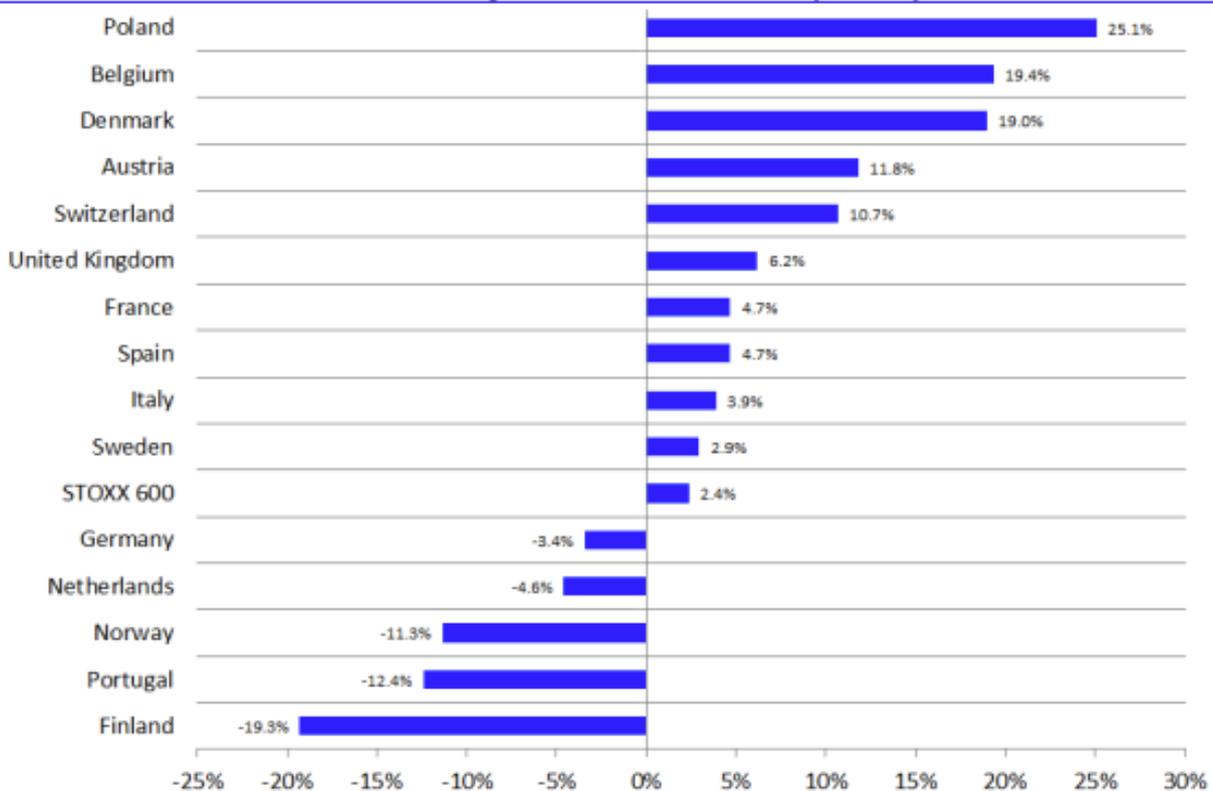


Exhibit 12A. STOXX 600: Q1 2025 Earnings Growth Rate Estimates by Country



Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2025Q1 S&P 500 Earnings Dashboard

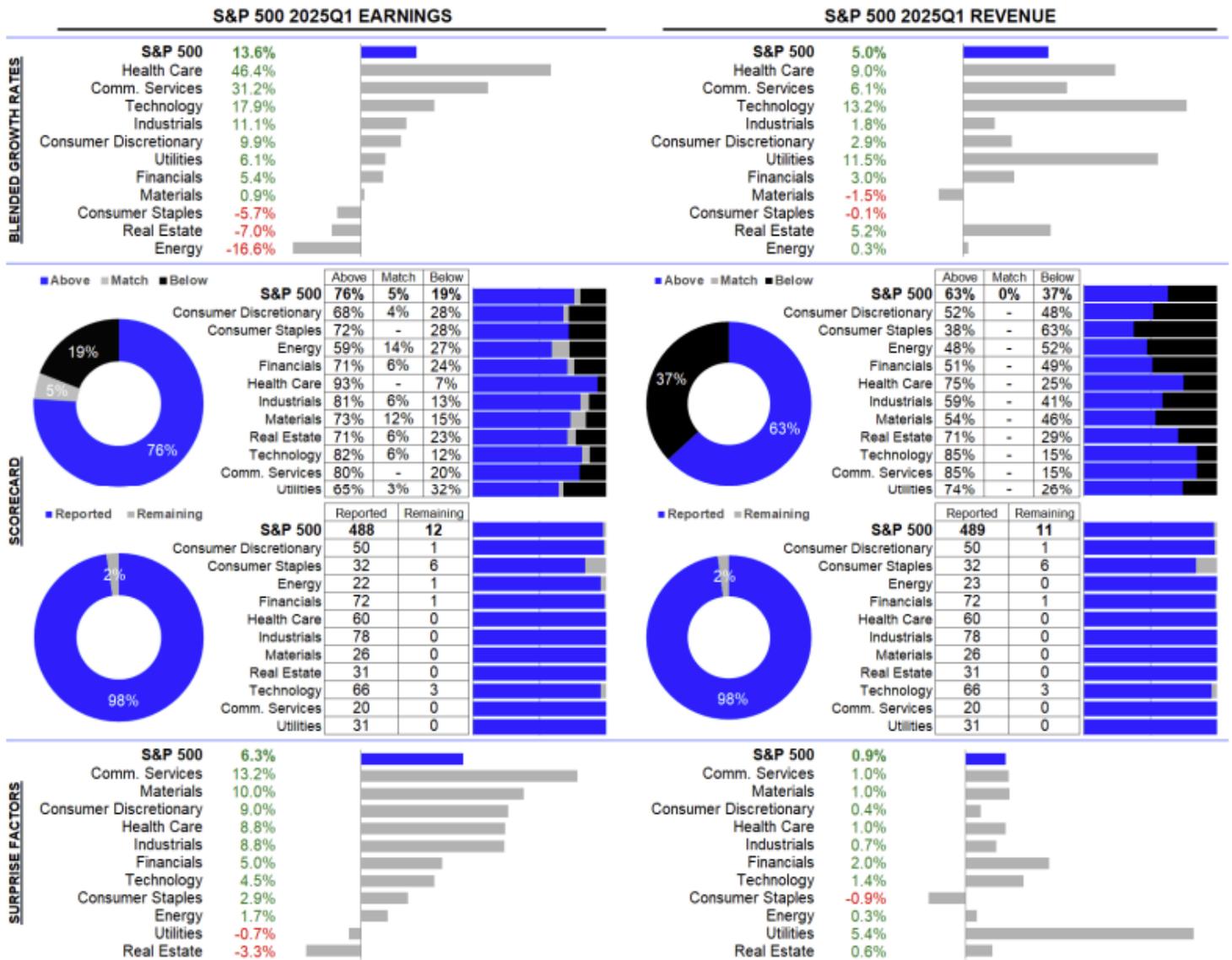
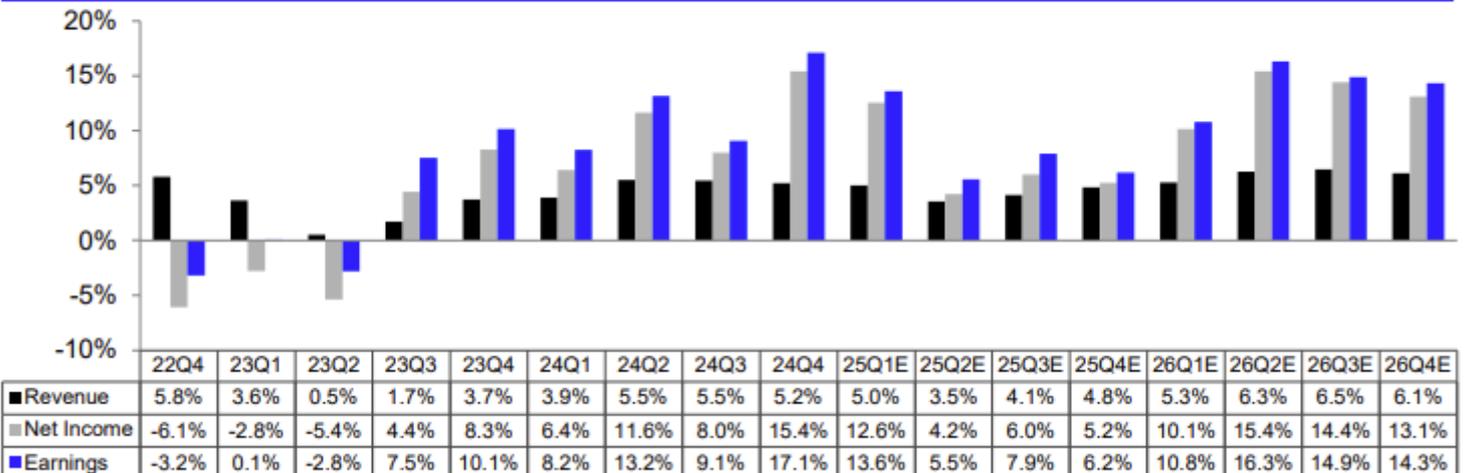


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EE.UU.

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

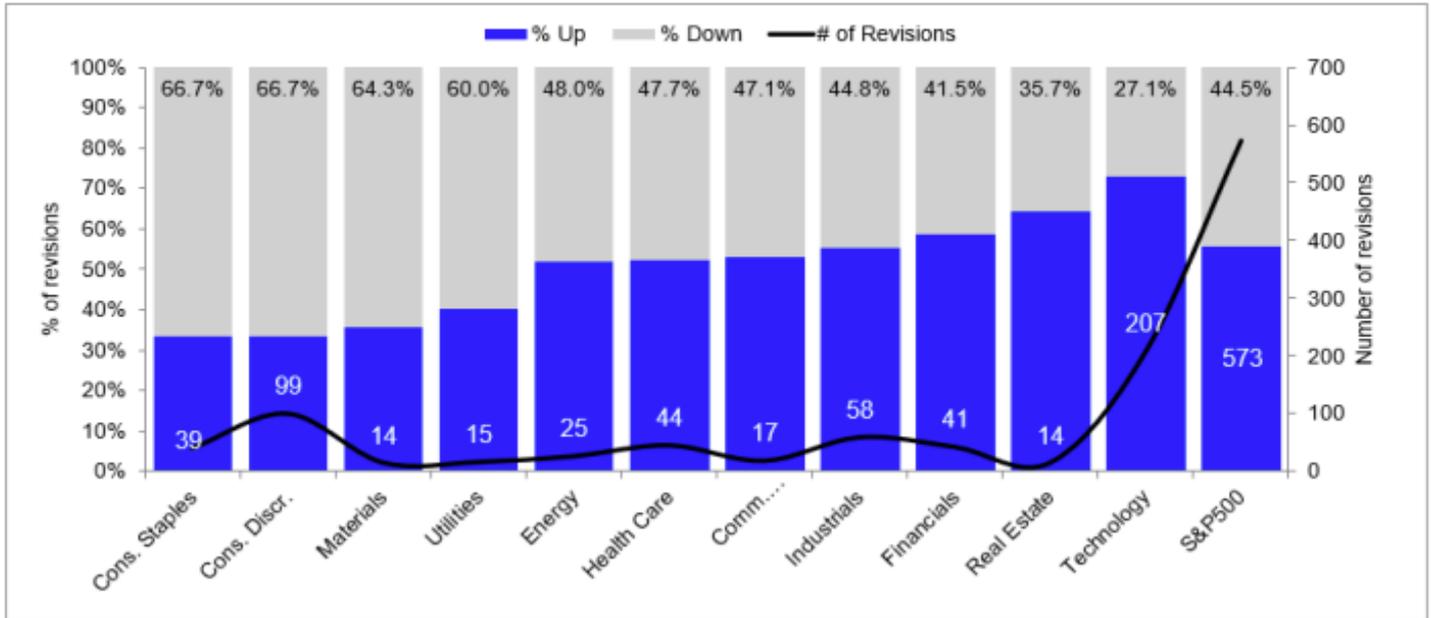
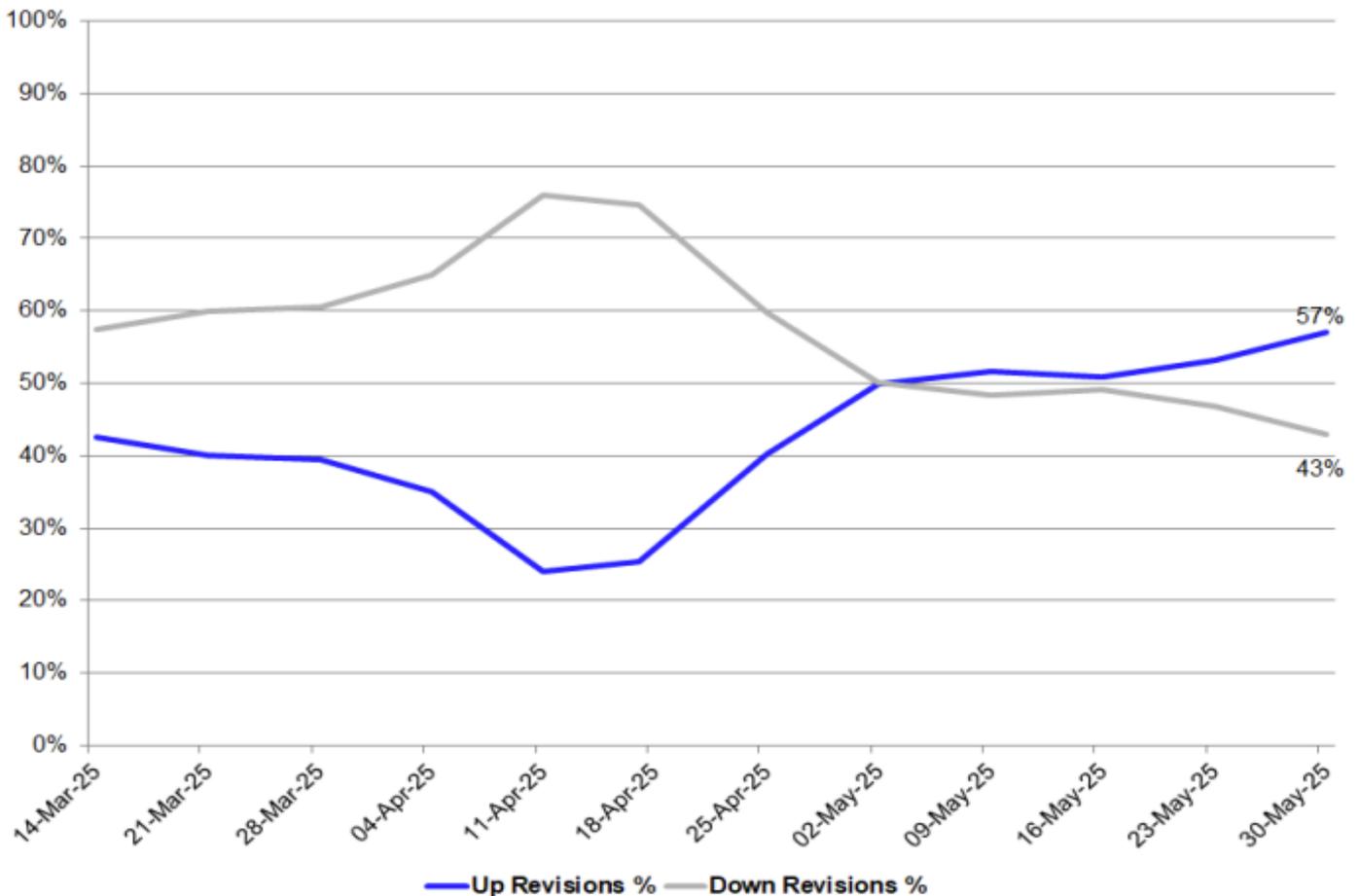


EXHIBIT 11A. ALL U.S. COMPANIES: EARNINGS ESTIMATE REVISION TREND





MATERIAS PRIMAS

Página 19

ENERGÍA – PETRÓLEO

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

Comprar por debajo de 70 USD; vender por encima de 80 USD.

Factores a corto plazo

(Factor bajista) – Las refinerías chinas independientes vuelven a sopesar los riesgos de comprar crudo iraní, ya que hacerlo podría implicar nuevas sanciones estadounidenses. Dicho esto, en estos momentos no parecen tener prisa por abastecerse. La demanda de materias primas por estas refinerías continúa siendo baja debido a las reducidas tasas de utilización de su capacidad productiva, que se explica por los exiguos márgenes de refino. De hecho, la tasa media de utilización de la capacidad en las refinerías independientes chinas de Shandong cayó el 11 de junio al 48,18%. El crudo ligero iraní se ofrecía con un descuento de aproximadamente 3 dólares/barril frente a los futuros del Brent del Intercontinental Exchange (ICE), lo que supone un descuento superior al ofrecido a principios de junio de 2,5-3 dólares/barril. Es pronto para afirmar nada, pero si China se desligara de Irán y dejara de comprarle crudo los plazos de resolución del conflicto de Oriente Medio podrían acelerarse y, contraintuitivamente, suavizar los precios.

(Factor bajista) – Entregas de Aramco. Según Platts, las entregas de crudo de Aramco no se han visto afectadas por el conflicto entre Irán e Israel.

(Factor alcista) – Los intermediarios apuestan por que el petróleo estadounidense cotizará a 80 USD/barril. Los operadores negociaron el viernes el mayor volumen de opciones de compra sobre el West Texas Intermediate (WTI) a 80 USD/barril desde enero, esperándose más alzas en los precios. En concreto se negociaron 33.411 contratos de opciones de compra a 80 USD/barril para el crudo WTI con vencimiento en agosto de 2025, sobre un volumen total de 681.000 contratos, el volumen más alto negociado para estas opciones en lo que va de año. La última vez que se negoció un volumen tan alto de opciones de compra a ese precio fue el 10 de enero, cuando se cerraron 17.030 contratos para febrero de 2025 sobre un total de 301.866 contratos. Una semana después el precio del Brent superó los 82 dólares/barril.

(Factor alcista) – La demanda china de crudo va camino de tocar techo. Según informó Bloomberg, la Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) prevé que la demanda de petróleo china alcanzará su máximo en 2027, antes de lo esperado. Por ahora China sigue acumulando reservas de crudo, con un excedente de crudo en mayo de 1,4 millones de bpd (Mbpd).

(Factor alcista) – Colisión en el estrecho de Ormuz. Con Irán e Israel disparándose misiles, las interferencias perturbaron los sistemas de navegación cercanos a la vital ruta marítima entre Irán y Omán, por la que circula una quinta parte del petróleo mundial. Los buques que chocaron fueron el *Front Eagle*, cargado con 2 millones de barriles de crudo iraquí, y que según el servicio de seguimiento TankerTrackers se dirigía a Zhoushan (China), y el *Adalynn*, petrolero de clase Suezmax propiedad de Global Shipping Holding Ltd, domiciliada en la India, y que navegaba en lastre hacia el Canal de Suez, en Egipto. Según datos de Vortexa, entre principios de 2022 y el mes pasado circularon diariamente por el Canal entre 17,8 y 20,8 millones de barriles de crudo, condensados y combustibles. Una colisión tal en ese corredor clave, coincidiendo con la escalada del conflicto en Oriente Medio, hace temer que estos sucesos pudieran volverse más frecuentes y alterar las cadenas de suministro. Estos acontecimientos suelen desencadenar un encarecimiento mundial de la energía, como represalia contra Occidente por apoyar a Israel.

(Factor alcista) – Riesgos para el suministro de crudo. Las exportaciones de petróleo iraní parecen haberse detenido en los últimos días. Según la empresa de análisis Kpler, las exportaciones totales de crudo y condensado iraníes podrían ser esta semana de tan solo 102.000 bpd, frente a una media semanal de 1,7 millones este año. La guerra entre Irán e Israel está afectando notablemente a la producción y exportación de energía después de que en los primeros días de escalada del conflicto las infraestructuras energéticas críticas de ambos países no salieran indemnes. Pero los peores escenarios no se han materializado por ahora y los precios bajaron levemente el lunes al dar la impresión de que las partes no estaban atacando directamente sus infraestructuras energéticas ni las rutas de suministro más sensibles. Además, circuló la noticia de que Irán buscaba mediación para un alto el fuego.

(Factor alcista) – Riesgo de colapso de las rutas de suministro. Los inversores no apartan la atención del estrecho de Ormuz, una vía de navegación estrecha y vital entre Irán y Omán por la que circulan 18-19 Mbpd de crudo y combustibles, casi una quinta parte del consumo mundial. Otros 85 millones de toneladas de gas natural licuado procedentes de Qatar y Emiratos Árabes Unidos atravesaron también el estrecho el año pasado, un volumen que ronda el 20% de la demanda mundial. La interrupción del tráfico marítimo a través del estrecho desestabilizaría los mercados de petróleo y gas y haría subir los precios mucho más, posiblemente por encima de los 100 dólares/barril.

Factores a largo plazo

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

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

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



METALES PRECIOSOS – ORO

El oro sigue contando con el respaldo que supone el actual nivel de riesgo político.

Atendiendo a su precio relativo frente a otros activos, el rango objetivo es de 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 favorece al oro. El escenario óptimo para el oro sería aquel en que se combinaran recesión e inflación (estanflación). Un escenario que, de hecho, va afianzándose, aunque el que proyectamos corresponde al cuadrante en que coinciden cierta expansión económica e inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, sin llegar la revalorización del metal áureo a superar a la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del PBoC de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas, lo que actualmente favorece al oro.

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

El oro acaba de perder uno de los factores que lo convertían en el mejor activo antifrágil: una menor oferta relativa. El oro, en gran medida como los bonos del Tesoro de EE.UU., es un activo antifrágil. Los inversores deciden cuál mantener como protección ante la inestabilidad del mercado según cuál esperen que tenga mejor comportamiento en momentos de perturbación macroeconómica. Tal decisión depende en buena medida de su oferta relativa, ya que el activo más escaso tiende a superar al otro en rentabilidad. Mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo bonos del Tesoro y elevando con ello su oferta, el oro cumplió mejor esa función. Sin embargo, ahora que la Fed está ralentizando QT, y reduciendo con ello la oferta de bonos del Tesoro, estos podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio preferido en 2025. Para 2026-2027, cuando la Fed previsiblemente reanude QT y se deshaga de más bonos, el oro podría volver a cobrar preferencia y tendería a mantener el impulso. No obstante, una vez concluya QT (posiblemente en 2028), la oferta de USTs volvería a ser limitada, lo que favorecería el retorno de los bonos del Tesoro como activo refugio preferente 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 (1,27641 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 2.599 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 1.718 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata se situó en 90,95x, todavía por encima de su media de 20 años de 73,43 veces, lo que indicaría que el oro está caro en relación con la plata (o que la plata está barata respecto al oro). Suponiendo que el metal argénteo cotiza (como es muy probable) a un precio más razonable que el oro, para que la relación alcance su media de largo plazo el precio del oro debería situarse en 2.679 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 2,94x, superó su media de los últimos 20 años de 1,88x, 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 2.121 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 47,98x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 21,27x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 65 USD/barril (el punto medio de la nueva banda 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 1.382 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 volvieran a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido.



DIVISAS

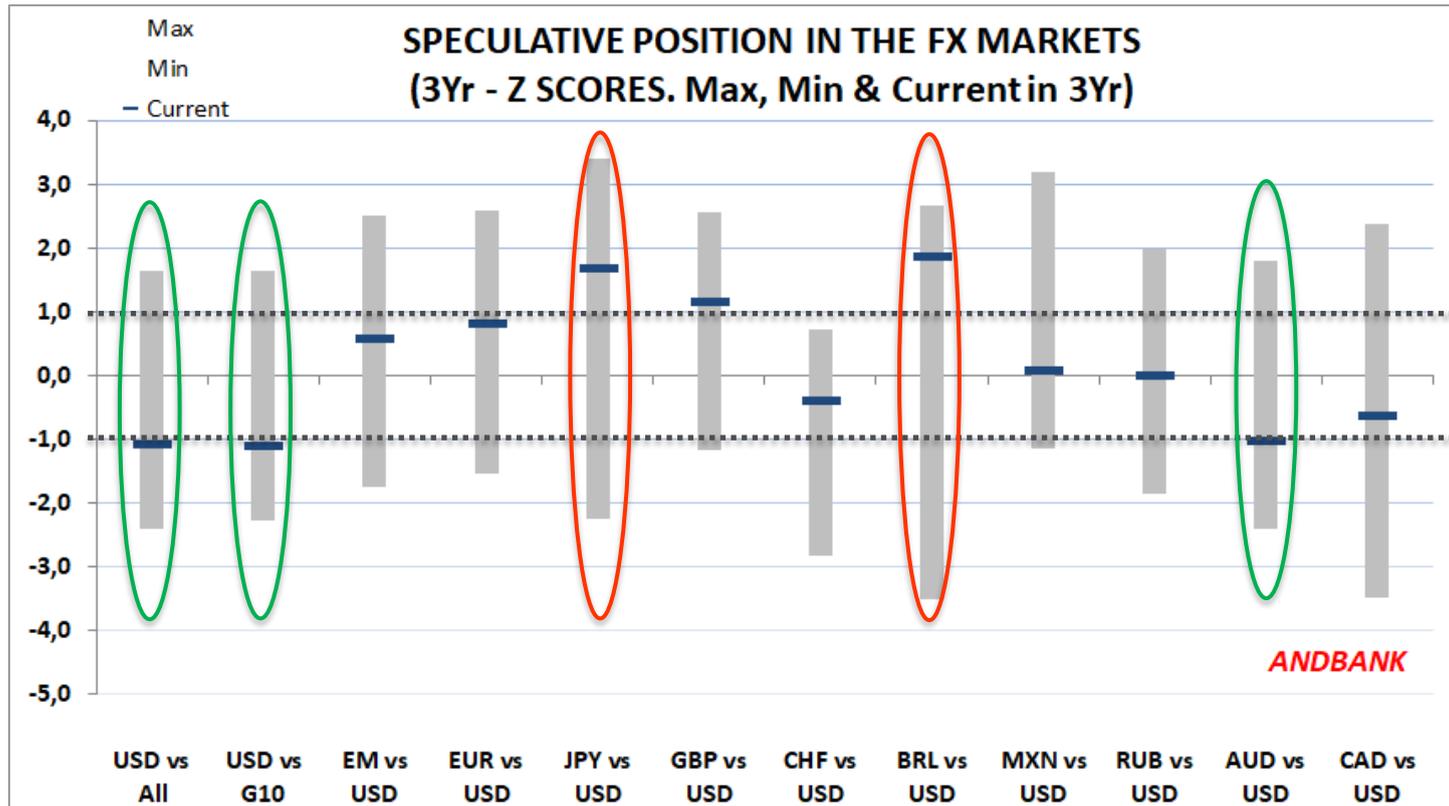
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

| Currency | Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$) | Change vs last month (Bn \$) | 3-yr Max (Bn \$) | 3-yr Min (Bn \$) | 3-yr Avg (Bn \$) | Current Z-score 3-yr |
|------------|--|------------------------------|------------------|------------------|------------------|----------------------|
| USD vs All | -19,30 | -5,20 | 35,2 | -28,2 | 2,5 | -1,08 |
| USD vs G10 | -16,88 | -5,21 | 34,8 | -25,4 | 3,8 | -1,09 |
| EM | 2,41 | -0,01 | 3,9 | -0,8 | 1,7 | 0,58 |
| EUR | 15,87 | 4,61 | 23,4 | -8,7 | 7,7 | 0,82 |
| JPY | 11,10 | -3,11 | 15,7 | -15,0 | -4,3 | 1,70 |
| GBP | 2,70 | -0,29 | 4,4 | -6,5 | -0,7 | 1,16 |
| CHF | -3,77 | 0,08 | 0,2 | -6,1 | -3,1 | -0,39 |
| BRL | 0,96 | 0,13 | 1,2 | -0,8 | 0,0 | 1,87 |
| MXN | 1,46 | -0,14 | 3,3 | -0,5 | 1,4 | 0,09 |
| RUB | 0,00 | 0,00 | 1,2 | -0,3 | 0,3 | 0,00 |
| AUD | -4,61 | -0,67 | 6,1 | -5,2 | -1,2 | -1,01 |
| CAD | -4,65 | 2,87 | 6,1 | -12,7 | -1,7 | -0,63 |

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 22

| Asset Class | Indices | Performance YTD | Current Price | Andbank's Target Price Year End | Expected Performance (to Target Price) |
|--|-----------------------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|--|
| Equity | USA - S&P 500 | 5,9% | 6.230 | 6.425 | 3,1% |
| | Europe - Stoxx Europe 600 | 7,1% | 543 | 555 | 2,1% |
| | SPAIN - IBEX 35 | 21,5% | 14.088 | 15.400 | 9,3% |
| | MEXICO - MXSE IPC | 16,0% | 57.423 | 62.400 | 8,7% |
| | BRAZIL - BOVESPA | 16,0% | 139.490 | 146.385 | 4,9% |
| | JAPAN TOPIX | 1,1% | 2.817 | 2.976 | 5,7% |
| | China SSE Comp. A share | 4,3% | 3.666 | 3.335 | -9,0% |
| | CHINA - SHENZEN COMPOSITE | 7,4% | 2.102 | 1.894 | -9,9% |
| | INDIA - SENSEX | 6,9% | 83.513 | 91.200 | 9,2% |
| | VIETNAM - VN Index | 11,7% | 1.415 | 1.517 | 7,2% |
| | MSCI EM ASIA (in USD) | 12,8% | 673 | 741 | 10,1% |
| Fixed Income Core countries | US Treasury 10 year Govie | 3,7% | 4,40 | 4,75 | 1,6% |
| | UK 10 year Gilt | 2,0% | 4,61 | 4,75 | 3,5% |
| | German 10 year BUND | -1,1% | 2,65 | 2,80 | 1,4% |
| | Japanese 10 year Govie | -2,6% | 1,48 | 1,50 | 1,3% |
| Fixed Income Peripheral | Spain - 10yr Gov bond | -0,3% | 3,30 | 3,55 | 1,3% |
| | Italy - 10yr Gov bond | 1,6% | 3,55 | 3,80 | 1,5% |
| | Portugal - 10yr Gov bond | -0,8% | 3,11 | 3,30 | 1,6% |
| | Ireland - 10yr Gov bond | -1,2% | 2,94 | 3,20 | 0,8% |
| | Greece - 10yr Gov bond | 0,1% | 3,34 | 3,80 | -0,3% |
| Fixed Income Credit | Credit EUR IG-Itraxx Europe | 1,8% | 53,56 | 60 | 2,3% |
| | Credit EUR HY-Itraxx Xover | 3,1% | 280,28 | 330 | 3,3% |
| | Credit USD IG - CDX IG | 2,7% | 50,74 | 75 | 4,2% |
| | Credit USD HY - CDX HY | 4,7% | 316,26 | 450 | 3,6% |
| Fixed Income EM Europe (Loc) | Turkey - 10yr Gov bond (local) | -4,1% | 29,37 | 30,00 | 24,3% |
| | Russia - 10yr Gov bond (local) | 7,8% | 15,11 | 25,00 | -64,0% |
| Fixed Income Asia (Local currency) | China - 10yr Gov bond (local) | 1,0% | 1,64 | 1,25 | 4,8% |
| | India - 10yr Gov bond (local) | 7,1% | 6,30 | 5,75 | 10,7% |
| | Singapore - 10yr Gov bond (loc) | 7,7% | 2,06 | 2,25 | 0,5% |
| | Indonesia - 10yr Gov bond (loc) | 6,7% | 6,58 | 5,75 | 13,2% |
| | South Korea - 10yr Gov bond (loc) | 1,8% | 2,74 | 2,75 | 2,7% |
| | Taiwan - 10yr Gov bond (local) | 3,0% | 1,35 | 2,50 | -7,9% |
| | Philippines - 10yr Gov bond (loc) | 2,3% | 6,18 | 5,00 | 15,6% |
| | Malaysia - 10yr Gov bond (local) | 5,0% | 3,43 | 3,00 | 6,9% |
| | Thailand - 10yr Gov bond (local) | 2,6% | 2,05 | 1,75 | 4,5% |
| Vietnam - 10yr Gov bond (local) | -0,2% | 3,24 | 3,00 | 5,2% | |
| Fixed Income Latam | Mexico - 10yr Govie (Loc) | 13,2% | 9,44 | 9,75 | 6,9% |
| | Mexico - 10yr Govie (USD) | 7,5% | 6,17 | 6,75 | 1,6% |
| | Brazil - 10yr Govie (Loc) | 19,3% | 13,69 | 14,75 | 5,2% |
| | Brazil - 10yr Govie (USD) | 9,6% | 6,33 | 7,25 | -1,0% |
| Commodities | Oil (WTI) | -6,1% | 67,5 | 65,00 | -3,7% |
| | GOLD | 22,7% | 3.328,7 | 2.400 | -27,9% |
| Fx | EURUSD (price of 1 EUR) | 13,6% | 1,18 | 1,15 | -2,2% |
| | GBPUSD (price of 1 GBP) | 9,0% | 1,36 | 1,36 | -0,2% |
| | EURGBP (price of 1 EUR) | 4,2% | 0,86 | 0,85 | -1,9% |
| | USDCHF (price of 1 USD) | -12,2% | 0,80 | 0,87 | 9,3% |
| | EURCHF (price of 1 EUR) | -0,3% | 0,94 | 1,00 | 6,9% |
| | USDJPY (price of 1 USD) | -7,0% | 146,13 | 150,0 | 2,6% |
| | EURJPY (price of 1 EUR) | 5,6% | 171,80 | 172,5 | 0,4% |
| | USDMXN (price of 1 USD) | -10,6% | 18,61 | 20,50 | 10,1% |
| | EURMXN (price of 1 EUR) | 1,6% | 21,88 | 23,58 | 7,7% |
| | USDBRL (price of 1 USD) | -11,1% | 5,49 | 5,60 | 2,0% |
| | EURBRL (price of 1 EUR) | 0,8% | 6,45 | 6,44 | -0,2% |
| | USDARS (price of 1 USD) | 22,3% | 1.260 | 1.000 | -20,6% |
| | USDINR (price of 1 USD) | 0,1% | 85,65 | 86 | 0,4% |
| | CNY (price of 1 USD) | -1,7% | 7,17 | 7,50 | 4,6% |

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 23

Together
Everyone
Achieves
More



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



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



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



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



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



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



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



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



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

AVISO LEGAL

Página 24

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.