

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Octubre de 2025

**Crisis política en Francia: el
compromiso imposible**

**Opinión
Corporativa**
Octubre de 2025

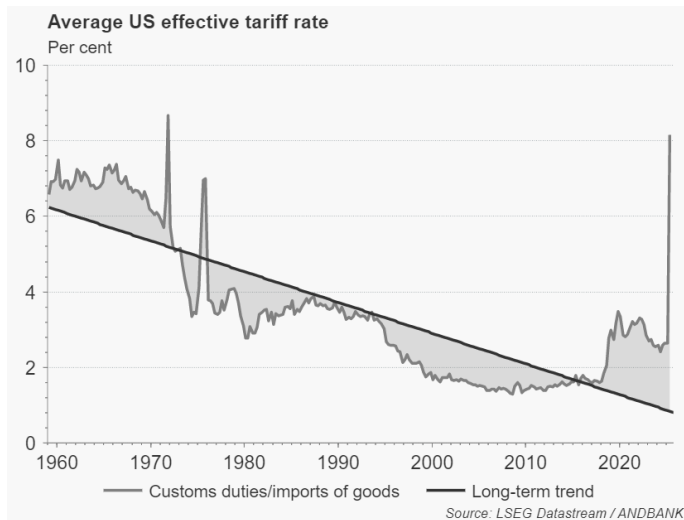


Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Indices					
USA - S&P 500	3,8%	14,6%	6.740	6.890	2,2%
Europe - Stoxx Europe 600	3,3%	12,3%	570	555	-2,7%
SPAIN - IBEX 35	3,7%	34,2%	15.557	15.400	-1,0%
MEXICO - MXSE IPC	-0,4%	22,0%	60.404	62.400	3,3%
BRAZIL - BOVESPA	1,3%	19,4%	143.608	147.870	3,0%
JAPAN TOPIX	3,3%	16,4%	3.241	3.069	-5,3%
China SSE Comp. A share	1,5%	15,9%	4.070	3.458	-15,0%
CHINA - SHENZEN COMPOSITE	3,8%	28,7%	2.519	1.894	-24,8%
INDIA - SENSEX	1,2%	4,7%	81.790	91.200	11,5%
VIETNAM - VN Index	4,4%	33,8%	1.696	1.517	-10,5%
MSCI EM ASIA (in USD)	7,6%	27,6%	762	741	-2,7%

RENTA FIJA – MERCADOS DESARROLLADOS

DEUDA SOBERANA PRINCIPAL, PERIFÉRICA Y CORPORATIVA

	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Indices					
US Treasury 10 year Govie	-0,6%	6,8%	4,16	4,50	1,4%
UK 10 year Gilt	-0,7%	2,1%	4,73	4,75	4,6%
German 10 year BUND	-0,4%	-1,0%	2,72	2,80	2,0%
Japanese 10 year Govie	-0,7%	-3,8%	1,67	1,75	1,0%
Spain - 10yr Gov bond	0,0%	0,8%	3,26	3,45	1,7%
Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	2,3%	3,57	3,65	2,9%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-0,1%	3,11	3,30	1,6%
Ireland - 10yr Gov bond	-0,7%	-0,8%	2,97	3,20	1,1%
Greece - 10yr Gov bond	-0,8%	0,7%	3,37	3,70	0,7%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,1%	2,4%	55,67	60	2,4%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,3%	4,1%	261,60	300	3,5%
Credit USD IG - CDX IG	0,3%	3,8%	50,96	75	3,9%
Credit USD HY - CDX HY	0,7%	5,9%	317,50	400	4,8%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Indices					
Turkey - 10yr Gov bond (local)	14,3%	3,7%	29,23	30,00	23,1%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	-0,1%	1,84	1,25	6,5%
India - 10yr Gov bond (local)	0,1%	7,1%	6,51	5,75	12,6%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	9,7%	1,89	2,25	-1,0%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,0%	10,9%	6,28	5,75	10,5%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	1,6%	2,86	2,75	3,7%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,3%	3,7%	1,31	2,50	-8,2%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	5,3%	5,99	5,00	13,9%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	5,6%	3,47	3,00	7,2%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,2%	2,05	1,75	4,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	-3,1%	3,70	3,00	9,3%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,6%	22,0%	8,67	9,50	2,0%
Mexico - 10yr Govie (USD)	1,9%	12,6%	5,74	6,50	-0,3%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	1,5%	21,8%	13,85	14,50	8,6%
Brazil - 10yr Govie (USD)	5,7%	14,4%	5,96	7,00	-2,4%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Indices					
Oil (WTI)	-1,2%	-14,2%	61,7	65,00	5,4%
GOLD	9,6%	44,2%	3.973,6	2.400	-39,6%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	13,1%	1,17	1,15	-1,8%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,5%	7,7%	1,35	1,36	0,9%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,0%	5,0%	0,87	0,85	-2,6%
USDCHF (price of 1 USD)	0,2%	-12,4%	0,79	0,87	9,5%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,2%	-0,9%	0,93	1,00	7,5%
USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	-4,2%	150,58	150,0	-0,4%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,6%	8,3%	176,32	172,5	-2,2%
USDMXN (price of 1 USD)	-1,7%	-11,9%	18,33	20,00	9,1%
EURMXN (price of 1 EUR)	-2,1%	-0,3%	21,47	23,00	7,1%
USDBRL (price of 1 USD)	-2,0%	-14,0%	5,31	5,40	1,7%
EURBRL (price of 1 EUR)	-2,4%	-2,9%	6,22	6,21	-0,1%
USDARS (price of 1 USD)	1,0%	38,8%	1.430	1.000	-30,0%
USDINR (price of 1 USD)	0,9%	3,7%	88,71	86	-3,1%
CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-2,5%	7,12	7,50	5,4%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

La Fed iniciará un ciclo de bajadas de tipos ante la debilidad del mercado laboral. El shutdown se profundiza.

La economía aguanta y los aranceles aún no lastran el consumo, pero son mayoría quienes esperan una desaceleración en el segundo semestre

Estados Unidos impuso agosto como fecha límite para aplicar los aranceles y, tras haber copado titulares a principios de mes, los mercados de hecho se calmaron y los aranceles se ven ahora más como una cuestión que afecta a las empresas que macroeconómica. En conjunto, los datos continúan apuntando a que la economía aguanta bien: la cifra revisada de crecimiento del segundo trimestre fue del 3,1% interanual y, si bien se espera una ralentización de la economía en los próximos trimestres, el impacto de los aranceles ha sido muy limitado hasta ahora.

El Comité de Mercado Abierto de la Fed recorta los tipos

El FOMC decidió bajar 25 pb el tipo de interés de referencia en su reunión del 17 de septiembre, dejando el tipo de los *fondos federales* en el rango del 4,00-4,25%. Los responsables de la política monetaria indicaron que cabía esperar otros dos recortes (cada uno de ellos de un cuartillo) en 2025 y otro adicional en 2026. Según esperaban los mercados, Powell calificó la medida de «gestión de riesgos» y manifestó su intención de pasar la política monetaria de restrictiva a neutral.

El doble mandato de la Fed

El principal motivo alegado para abogar por una bajada de tipos de interés en la última reunión del FOMC fue el deterioro del mercado laboral. En agosto la tasa de desempleo se situó en el 4,3%, pero la ralentización del empleo no agrícola y las menores vacantes reflejadas en la Encuesta de ofertas de empleo y rotación laboral (JOLTS) apuntan a un debilitamiento de las perspectivas económicas. Por su parte, la inflación sigue demasiado alta para estar tranquilos, con un 3,1% (IPC de agosto), pero las cifras han estado en línea con las previsiones y no hay visos de aceleración. En la cumbre anual de Jackson Hole las principales autoridades monetarias señalaron que seguirían guiándose por la evolución de los datos.

El shutdown se profundiza. Punto muerto político y sin avances.

El cierre del gobierno estadounidense entra en su noveno día sin avances hacia una resolución. El Senado sigue paralizado por el filibusterismo demócrata, mientras que el presidente de la Cámara, Mike Johnson, ha suspendido las sesiones hasta el 14 de octubre, comprometiéndose a dar un aviso con 48 horas de antelación antes de cualquier votación para reabrir el gobierno. El principal punto de disputa sigue siendo la extensión de los subsidios a los seguros médicos y sanitarios del ACA, y el debate está en aprobar una resolución de continuidad limpia, sin condiciones políticas. La Casa Blanca ha intensificado su estrategia de presión, congelando fondos federales en estados gobernados por demócratas.

Tensiones entre el Gobierno y la Fed

La Casa Blanca continúa presionando a la Fed para que recorte tipos y no cesa en pedir la dimisión de su presidente, Powell. Es más: intentó destituir por «causa justificada» a la gobernadora Lisa Cook (que mantiene el cargo, supeditado a una batalla judicial que acabará en el Tribunal Supremo). Algunos analistas ven en las recientes medidas de la Casa Blanca intentos de preparar la sustitución de Powell, cuyo mandato expira en mayo de 2026, aunque Trump haya dicho que no lo destituirá. Los mercados no reaccionaron bien a tal medida, ya que supondría una patente interferencia en la supuesta independencia de la Fed.

Mercados de valores: sólidos beneficios del segundo trimestre

El 98% de las empresas del S&P 500 han presentado sus resultados del segundo trimestre: el 81% ha batido las previsiones de beneficios por acción (BPA) del consenso, con ingresos superiores a los esperados. El crecimiento medio del BPA es del 11,9% interanual, cuando la cifra del consenso al inicio de la temporada era del 4,8%. En los meses de julio y agosto los analistas elevaron ligeramente las estimaciones de BPA del tercer trimestre (+7,5%) y también para el conjunto de 2025 (+1,6%, de 264,15 a 268,48 USD), lo que implica un crecimiento del 10,6%. Hasta ahora el impacto de los aranceles en los resultados empresariales ha sido limitado.

Los «7 magníficos» siguen impulsando el recorrido alcista

Las siete principales tecnológicas registraron un BPA superior al previsto y cuatro de ellas (Nvidia, Amazon, Meta y Microsoft) se cuentan entre las seis que más contribuyeron al crecimiento de los beneficios en el segundo trimestre.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): NEUTRAL

Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 4,5%)

Deuda corporativa (CDX IG): SOBREPONDERAR (dif. objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 400 pb)

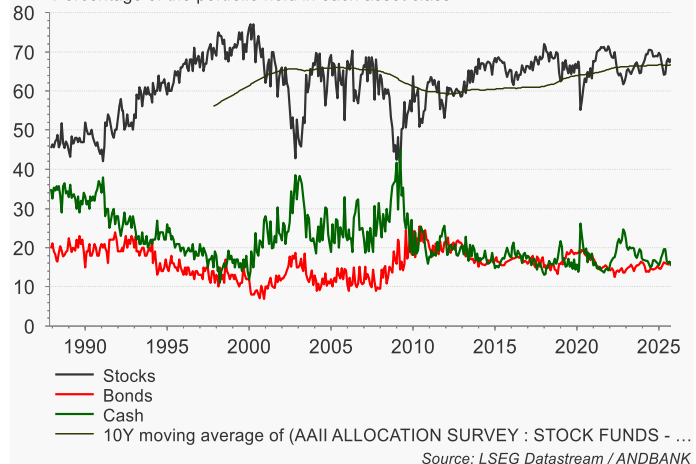
Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL

US price-to-earning ratio
S&P 500

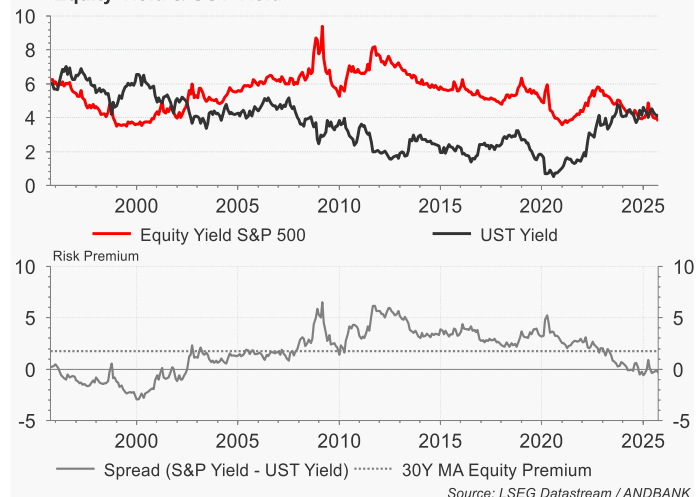


Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class



Equity Yield & UST Yield





EUROPA

Francia afronta retos más crónicos que críticos

Comercio y geopolítica

El acuerdo comercial con Estados Unidos se cerró en agosto. El arancel acordado del 15% quedó muy por debajo del 30% con que amenazaba Trump y, aunque por encima del 10% de partida, se situó en línea con el de países como Japón, Corea del Sur, Turquía e Israel. El resultado respondió a las expectativas y redujo la incertidumbre. Como destacó Lagarde, presidente del BCE, el banco central ha cambiado su evaluación de riesgos de «sesgada a la baja» a «más equilibrada». En materia de Defensa Europa ha decidido aumentar el gasto militar. Rusia, por su parte, estaría tanteando a la OTAN con incursiones de drones sobre Polonia y Rumanía y cazas que no se identifican activamente sobre la franja internacional próxima al espacio aéreo de Estonia. Esto activó el artículo 4 del Tratado de la OTAN (consultas urgentes entre aliados), ya que la alegada superación de líneas rojas previas plantea interrogantes sobre la respuesta política de Europa dada su limitada autonomía militar y el menor compromiso manifestado por EE.UU. Por su parte, la UE ha anunciado una nueva ronda de sanciones contra las transacciones energéticas y financieras rusas. La Casa Blanca se ha comprometido a imponer restricciones más severas a condición de que sus aliados de la OTAN renuncien por completo a comprar petróleo ruso.

Factores políticos

Factores alcistas. 1) El estímulo fiscal alemán afianza la confianza y la inversión; 2) la Unión del ahorro y la inversión (SIU) avanza, con propuestas de titulización como primer paso; 3) la UE se ha propuesto reducir la burocracia en un 25% con miras a aliviar la carga regulatoria.

Factores bajistas. 1) La dimisión del primer ministro Sébastien Lecornu, apenas 27 días después de asumir el cargo, ha provocado una reacción inmediata en los mercados. El CAC 40 cayó alrededor de 1,5 %, el euro se depreció un 0,7 % frente al dólar y el spread del bono francés a 10 años frente al Bund se amplió en 9 pb, reflejando un aumento del riesgo político. Los inversores temen una parálisis institucional que retrase la aprobación presupuestaria y complique la disciplina fiscal. Los bancos franceses lideraron las caídas por su exposición a la deuda soberana, mientras los CDS de Francia repuntaron. El impacto se extiende al sentimiento europeo: la incertidumbre en la segunda economía del euro presiona a los activos periféricos y alimenta flujos hacia refugios como EE. UU. y Alemania. Si el Elíseo logra designar pronto un gobierno estable con credibilidad fiscal, el daño podría contenerse; de lo contrario, el riesgo país y la volatilidad podrían escalar. 2) fragilidad política de Europa en un mundo multipolar; 3) lenta aplicación de las propuestas de reforma del informe Draghi, lo que frustra tanto a ciudadanos como a empresas a la vista del mayor ritmo de cambio en otros países.

Factores macroeconómicos

Factores alcistas. 1) El gasto de consumo puede ir a más gracias a la firmeza del mercado de trabajo, sin perjuicio de que la tasa de ahorro se mantenga alta; 2) la inflación sigue contenida (2,0% interanual, 2,3% interanual subyacente en agosto) facilitada por la fortaleza del euro, el abaratamiento de la energía y la moderación del crecimiento salarial; 3) la confianza del sector industrial se está recuperando.

Factores bajistas. 1) Todavía no se aprecia un cambio de tendencia claro en la producción industrial (pedidos estancados); 2) las ventas minoristas siguen sin definir tendencia; 3) el Reino Unido afronta retos de consolidación fiscal.

Mercados financieros: deuda pública, deuda corporativa y renta variable

Deuda pública

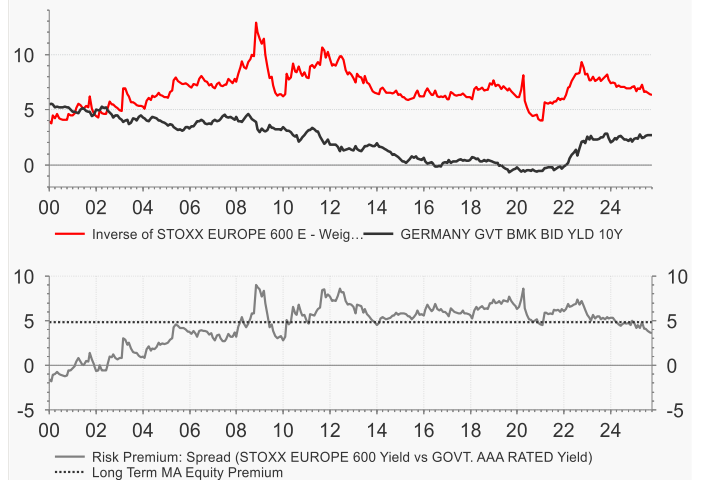
Factores alcistas. 1) La mayor pendiente de la curva de tipos crea oportunidades de reinvertir plusvalías al aproximarse el vencimiento (*roll-down*); 2) los riesgos de inflación siguen siendo asimétricos, con mayor probabilidad de que no se alcance el objetivo del 2%; 3) con los tipos de depósito en niveles neutrales, el listón para una flexibilización adicional de la política es alto, pero los tipos probablemente se mantendrán estables en el futuro inmediato.

Factores bajistas. 1) La reunión del BCE de septiembre redujo la probabilidad de otra bajada de tipos de 25 pb al hacerse hincapié en la «finalización del proceso de desinflación» y en «el final del ciclo de flexibilización monetaria»; 2) la oferta de deuda aumentará impulsada por la política fiscal expansiva de Alemania y por el mayor gasto militar también en otros países.

Mercado de renta variable

Mantenemos una posición neutral en renta variable. Esta clase de activo presenta atractivo dado que el posicionamiento del mercado no parece excesivo, si bien el reciente recorrido alcista atrajo inversores en las últimas semanas. Los indicadores adelantados siguen favoreciéndola y, aunque los niveles de valoración son altos, no consideramos que esto justifique reducir la exposición en estos momentos. Las estimaciones de beneficios han pasado a ser positivas en EE.UU. y se aproximan a niveles neutrales en Europa, tras un periodo difícil a principios del verano.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



No obstante, también hay razones para evitar una exposición excesiva. La reciente mayor complacencia del mercado, unida a unas expectativas de beneficios marcadamente optimistas para 2026, sobre todo en Europa, podrían hacer que las acciones resultaran vulnerables ante una decepción en los datos. La temporada de publicación de resultados que arranca en octubre será fundamental para evaluar los resultados empresariales y las previsiones futuras, y ayudará a determinar la tendencia de los beneficios en los 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%), FR 3,8%

- P. perif.: INFRAPONDERAR (IT 3,65%; ES 3,45%; PT 3,3%; IR 3,2%; GR 3,7%)

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

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAP. (diferencial objetivo: 300 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): la banda táctica se ajusta a 1,10-1,20 al tiempo que la banda estructural a largo plazo se reduce un escalón hasta rondar la paridad, lo que refleja el predominio de las empresas estadounidenses y el menguante peso de las europeas.



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

CHINA

El PBoC mantiene los tipos, Trump y Xi dialogan y se detienen las compras chinas de soja estadounidense

El PBoC, tras bajar tipos la Fed, mantiene su tipo oficial en 1,4%; los bancos comerciales mantendrán también sus tipos de préstamo preferenciales.

Los responsables de elaborar las políticas chinas no parecen tener prisa por aplicar medidas de flexibilización monetaria adicionales. Los analistas apuntaron al aguante de las exportaciones y al repunte del mercado bursátil como factores que, pese al rosario de datos macroeconómicos débiles, permitirían a las autoridades abstenerse de reforzar por ahora las medidas de estímulo. Por otra parte, después de que el Banco Popular de China (PBoC) mantuviera sin cambios el tipo de sus operaciones de venta con pacto de recompra a 7 días, su principal tipo de interés de política, una encuesta de Reuters a 20 analistas del mercado reflejó la opinión unánime de que los bancos chinos también mantendrían sus tipos preferenciales (LPR) a 1 y 5 años en 3% y 3,50%, respectivamente. La previsión sigue siendo de una relajación mínima para finales de año, del orden de 10 pb, que asegure que la economía alcance el objetivo oficial de crecimiento del 5%.

Geopolítica: Trump y Xi entablan conversaciones

Negociaciones sobre TikTok. Trump y Xi discuten un acuerdo marco por el que el control de las operaciones de TikTok en EE.UU. se traspasaría de ByteDance a un consorcio de inversores estadounidenses. Los detalles no han trascendido y las evasivas de Trump en una entrevista con Fox News indicarían que es mucho lo que depende de Xi. Con todo, se mostró optimista y dio la impresión de que China ya habría aprobado el acuerdo.

Chips de Nvidia. Las conversaciones incluirían a Nvidia tras haber solicitado esta a Washington relajar las restricciones a la exportación a China de chips utilizados para inteligencia artificial (IA). Por su parte, Pekín ha declarado recientemente que Nvidia vulnera la ley antimonopolio y ha instado a sus principales tecnológicas a dejar de comprar los productos de la empresa estadounidense.

Productos agrícolas. Que China no haya comprado soja a EE.UU. al inicio de la temporada de exportación por primera vez desde 1999 indicaría que Pekín utiliza la agricultura como moneda de cambio en las negociaciones comerciales. El valor de los cargamentos de soja estadounidense exportados a China en 2024, más de 12.000 millones de USD, representa más de la mitad del total de las exportaciones de soja por EE.UU. y una quinta parte del total importado por China, lo que envía una señal inequívoca de que Pekín busca abastecerse en otros mercados.

El viaje de Trump a China dependería del compromiso de Pekín de comprar productos estadounidenses. Fuentes del South China Morning Post (SCMP) afirman que se han logrado avances significativos en la preparación de la visita de Estado del Trump a Pekín, entre cuyos resultados esperados figuraría de forma prominente el anuncio de compra por China de grandes cantidades de productos estadounidenses. La compra de aviones Boeing formaría previsiblemente también parte del acuerdo. La compra de soja estadounidense por China también ocuparía un lugar destacado en la agenda de Washington, que quiere que durante la visita de Trump se anuncie el compromiso chino de aumentar sus compras a EE.UU.

El gasto público aumenta un 6% interanual, su menor tasa por segundo mes consecutivo, y se centra en medidas para impulsar el consumo de servicios

El gasto conjunto de los dos grandes presupuestos fiscales de China (a saber, gasto público y fondo de financiación) aumentó en agosto un 6% interanual, su menor tasa desde mayo por segundo mes consecutivo. Esto, que podría entrañar un riesgo para el crecimiento, también indicaría que Pekín no tiene prisa por añadir más estímulos. La reducción de la partida de infraestructuras de su presupuesto principal no había sido tan grande en un año, lo que probablemente se explicaría por el menor recurso a fondos obtenidos de la venta de bonos soberanos chinos.

No obstante, según Xinhua, las autoridades amaron un paquete de medidas para apoyar el consumo de servicios en el marco de medidas amplias para estimular la demanda interna. El plan incluye 19 puntos para promover la apertura en áreas como Internet y cultura, y amplía programas piloto en telecomunicaciones, sanidad y educación. También fomenta eventos deportivos internacionales y facilita el acceso al mercado de servicios médicos, de ocio y turismo de gama alta. Las entradas de capital parecen una característica destacada, con el compromiso de seguir reduciendo barreras para atraer capital privado e inversión extranjera. Las medidas tienen por objeto fomentar el gasto en China de los visitantes extranjeros, al tiempo que amplían la exención de visado a más países. Además, China tiene previsto reforzar el crédito al consumo y ofrecer ayuda financiera a proveedores de servicios en segmentos muy vinculados a la vida cotidiana de la población.

Las tecnológicas se disparan al anticiparse que la inversión en IA dará fruto

El índice Hang Seng Tech va camino de registrar su séptima semana consecutiva al alza, acumulando en lo que va de año una subida superior al 41%, al apostarse cada vez más por que la inversión de las grandes empresas tecnológicas en IA dará sus frutos y gracias también a la distensión entre EE.UU. y China.

China apuesta por la autosuficiencia con un centro de datos que utiliza chips chinos. La cadena estatal CCTV presentó un gran centro de datos en la provincia de Qinghai construido por China Unicom que utiliza chips de IA desarrollados en el país por Alibaba y empresas como MetaX, Biren Tech y Zhonghao Xinying, en un momento en el que China busca ganar en autosuficiencia en tecnologías clave.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

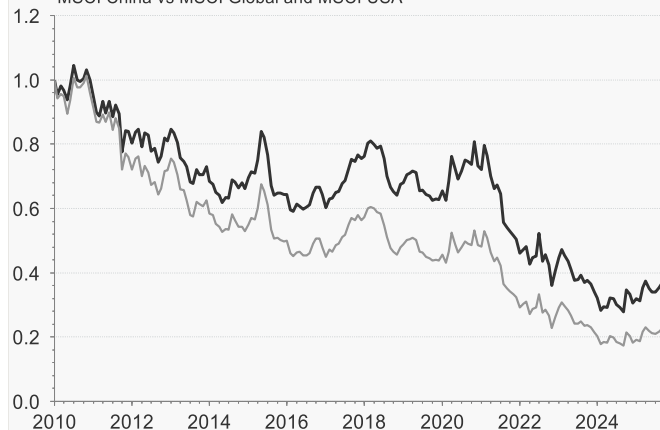
PE forward



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Huawei presentó SuperPoD. Esta tecnología, que permite conectar hasta 15.488 tarjetas gráficas dotadas de Ascend, su chip de IA, ya se utiliza en un superclúster con alrededor de un millón de GPUs. Según un informe, la solución de Huawei revela los últimos avances de China en su intento por desarrollar alternativas nacionales mientras soporta las sanciones que le ha impuesto EE.UU. Huawei también anunció una nueva línea de chips de IA que se lanzará en los próximos tres años.

Cierre del expediente incoado a Google en el marco de negociaciones comerciales con EE.UU. Fuentes del FT afirman que la agencia estatal competente en regulación del mercado ha abandonado la investigación antimonopolio que inició en febrero contra Google centrada en el dominio del sistema operativo Android. La decisión de cerrar la investigación se ha considerado un gesto conciliador por parte de Pekín, que revela flexibilidad en las negociaciones con EE.UU. y, al mismo tiempo, permite centrarse en Nvidia como principal baza en las negociaciones.

El deterioro de los bonos tiene visos de seguir al rotar los inversores hacia las acciones. SCMP, citando a varios analistas del mercado, señaló que es probable que se prolongue el episodio de venta masiva de bonos, ya que los inversores en pos de mayor rentabilidad se inclinan por la renta variable. Mientras el informe mencionaba el elevado apetito por el riesgo, Pekín adoptaba más medidas para combatir la deflación y lanzaba una campaña para reducir el exceso de capacidad.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable: Shanghái: INFRAP.; Shenzhen: 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)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

JAPÓN

Los inversores activistas han intensificado la compra de acciones nacionales

Renta variable

Según el análisis de Bloomberg, los diez mayores inversores activistas de Japón invirtieron en el primer semestre unos 890.000 millones de JPY (más de 6.000 millones de USD) en acciones japonesas, batiendo el récord del año pasado gracias al impulso a una reforma de la gobernanza que fomenta la defensa de los inversores. Al ritmo actual, los activistas (cuyo *modus operandi* suele consistir en adquirir una participación accionarial sustancial en una empresa cotizada en bolsa con el objetivo explícito de influir en sus decisiones estratégicas) van camino de superar el volumen total de compras de 2024. Su influencia ha propiciado mayores rentabilidades, con recompras de acciones este año por importe de 14,6 billones de JPY. Nada menos que 51 empresas recibieron además en sus juntas anuales de junio propuestas de accionistas institucionales. El número de las que optan por dejar de cotizar en bolsa ha ido a más, como también lo ha hecho el número de operaciones societarias.

Japón y EE.UU. reafirman su compromiso en materia de política cambiaria

En declaración conjunta del Departamento del Tesoro de EE.UU. y el Ministerio de Finanzas de Japón, ambos países reafirmaron su compromiso de permitir que los tipos de cambio los determine el mercado, al tiempo que acordaron intervenir en el mercado de divisas únicamente para atajar una volatilidad excesiva. También reafirmaron que habían adoptado medidas para prevenir manipulaciones del tipo de cambio dirigidas a ganar ventajas comerciales competitivas. Las cuestiones relacionadas con la divisa son competencia del ministro de Finanzas, Kato, y se integran en negociaciones comerciales más amplias en materia arancelaria que el ministro de Economía, Akazawa, mantiene con el secretario del Tesoro, Bessent.

El Banco de Japón mantiene el tipo de interés oficial, como se esperaba

El Banco de Japón (BoJ) mantuvo el tipo de interés de los préstamos a un día en 0,50% y siguió promoviendo la moderación del crecimiento económico al estimar que las políticas arancelarias de Trump estaban provocando una ralentización de la demanda global y reduciendo los beneficios empresariales. El BoJ se reafirmó en su previsión de inflación, en el sentido de esperar un abaratamiento de los productos alimentarios. En concreto, siguió pensando que la inflación alcanzará el objetivo en el segundo semestre del período de previsión. La votación sobre el nivel del tipo de interés se saldó con 7 miembros a favor de mantenerlo y 2 de aumentarlo. El mercado bursátil acusó la decisión, ya que la atención se centró en los votos disidentes que propusieron subir tipos, algo que se consideró más un indicador adelantado que un comportamiento atípico.

El BoJ publicó las directrices que seguiría para enajenar sus participaciones en ETF y J-REIT. En el comunicado de política incluyó también un resumen del plan de venta: el ritmo sería más o menos el de la reciente liquidación de las acciones que había comprado de instituciones financieras, es decir, alrededor del 0,05% del volumen negociado. Para la venta de los ETF se estableció un importe anual de aproximadamente 330.000 millones de JPY basándose en el valor contable (esto es, 620.000 millones a valor de mercado a marzo de 2025) y, para los J-REIT, unos 5.000 millones de JPY a valor contable (5.500 millones a valor de mercado). Las ventas comenzarían tras satisfacerse ciertos requisitos, disponiéndose que el ritmo del plan podría modificarse en futuras reuniones de política monetaria.

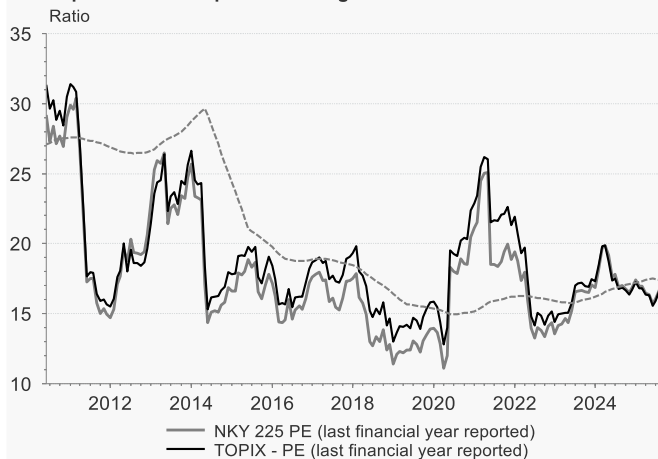
Sector inmobiliario: el suelo no se encarecía tanto desde 1992

La encuesta anual de precios del suelo del Ministerio de Suelo, Infraestructuras, Transporte y Turismo (MLIT) puso de manifiesto un aumento medio a 1 de julio del 1,5% interanual, lo que supone el cuarto aumento consecutivo y el mayor desde 1992, que se explica por la firmeza en la demanda (tanto interior como extranjera) de vivienda y por el turismo. De hecho, la debilidad del yen fomentó las entradas de capital extranjero. Los precios del suelo para uso comercial subieron un 2,8% de mano de la apertura de hoteles y tiendas en zonas urbanas, en pleno auge del turismo. Los precios de la vivienda subieron un 1,0% debido a la fuerte demanda de vivienda en zonas urbanas, así como de residencias para empleados en zonas turísticas. No obstante, el crecimiento fue menor en otros lugares por efecto de los mayores costes de construcción.

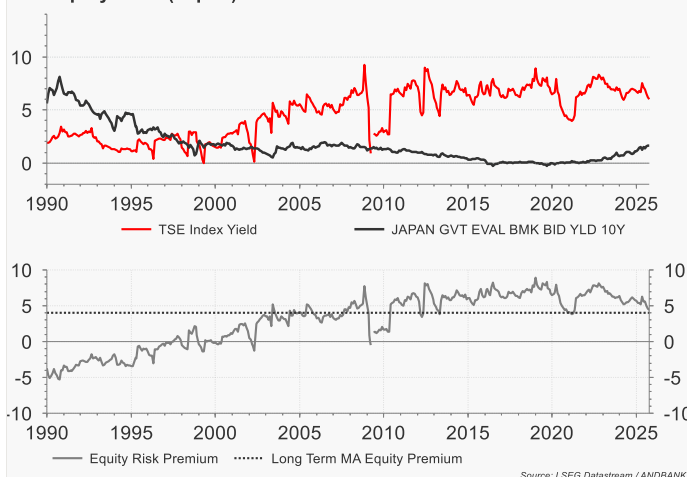
Takaichi, partidaria de una política fiscal expansiva, opta a liderar el PLD

Tres serían principalmente los candidatos a suceder a Shigeru Ishiba al frente del Partido Liberal Democrático (PLD), según Nikkei: Shinjiro Koizumi, el ministro de Agricultura; Yoshimasa Hayashi, secretario jefe del Gabinete, y Sanae Takaichi, exministra de Seguridad Económica y partidaria de políticas fiscales expansivas. Siendo la política fiscal el asunto más relevante, cabe esperar que los candidatos presenten ideas para aliviar la crisis del coste de la vida. Ahora bien, los rumores sobre aliviar la tributación suscitan inquietud entre los inversores. Por eso Takaichi propone desgravaciones mientras ensalza la disciplina fiscal, consistiendo sus principales medidas de estímulo en combinar desgravaciones fiscales y pagos en efectivo, estos para complementar los ingresos de personas con menos recursos que no pueden beneficiarse plenamente de los recortes fiscales. Takaichi también aboga por una base impositiva más alta y por eliminar el impuesto especial sobre la gasolina, dos ideas tomadas de los partidos de la oposición. El estímulo queda atenuado por el lema «política fiscal responsablemente activa». Con la vista puesta en la sostenibilidad se procurará la reducción gradual del ratio deuda/PIB.

Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Entran en vigor los aranceles reducidos del 15% sobre automóviles

El Departamento de Comercio de EE.UU. anunció la entrada en vigor de la reducción al 15% del tipo arancelario impuesto a automóviles japoneses. Esta reducción de aranceles se enmarca en el acuerdo comercial sino-estadounidense alcanzado a finales de julio, que incluía el compromiso de Japón de invertir con fuerza en EE.UU. y de incrementar las importaciones de productos agrícolas estadounidenses. El tipo del 15%, aún muy superior al previo, lastrará a los fabricantes de automóviles. Hayashi acogió con satisfacción la medida como una aplicación gradual del acuerdo bilateral.

La demografía, persistente factor deflacionista: casi el 30% tiene 65+

Según Kyodo, la población japonesa mayor de 65 años ascendió a un nivel récord del 29,4% del total: 36,2 millones de personas, la cifra más alta entre los países con más de 40 millones de habitantes. Los mayores con un empleo aumentaron por vigésimo primer año consecutivo hasta los 9,3 millones, o uno de cada siete trabajadores. El 17,2% de la población tenía 75 años o más.

Empresas: PayPay

Propiedad de SoftBank, PayPay permitirá a partir de finales de septiembre usar la aplicación fuera de Japón en una iniciativa que busca satisfacer las necesidades de los viajeros japoneses en el extranjero. PayPay prestará servicio en Corea del Sur, el principal destino de los viajeros japoneses, de forma que los clientes japoneses de PayPay pronto podrán pagar en más de dos millones de tiendas asociadas a Alipay+ en Corea del Sur.

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,75%)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

INDIA

Los fundamentos estructurales se mantienen firmes a pesar de las dificultades

Perspectivas: mejoran las condiciones de crédito

El **sector automovilístico** registró el mejor comportamiento gracias a la mayor demanda de turismos y motocicletas, cuya continuidad se apoyaría en el previsto reajuste de los tramos del impuesto general sobre bienes y servicios (GST), que pasaría del actual 28% (incrementado en un impuesto adicional de hasta el 22% sobre turismos y motocicletas de combustión interna) al 18-40%, una medida que podría abaratar precios y reactivar la demanda de consumo.

La **confianza en zonas rurales** ha mejorado gracias a unas lluvias monzónicas favorables. Otros factores que contribuyen a su afianzamiento son los recortes de tipos de interés, la reciente desgravación en el impuesto sobre la renta y la futura aplicación en enero de 2026 de la revisión de salarios y pensiones de empleados públicos aprobada en la octava comisión, que previsiblemente impulsará el gasto discrecional.

El **sector de servicios financieros**, aun contándose ya entre los más rezagados, profundizó en su caída tras publicar unos débiles resultados del segundo trimestre del ejercicio fiscal 2025, en el que la mayoría de los grandes bancos registraron un estrechamiento de sus márgenes de intermediación y beneficios modestos tras los recortes de tipos que instrumentó el RBI a principios de año. Mantenemos, con todo, la perspectiva positiva sobre el sector. Si bien los márgenes probablemente seguirán comprimidos uno o dos trimestres más, que es lo que llevará al sistema absorber plenamente un recorte de tipos de 100 puntos básicos desde febrero de 2025, la reducción del coeficiente de reservas obligatorias (RRR), los excedentes de liquidez, las menores ponderaciones de riesgo de los préstamos de empresas financieras no bancarias y las reformas del GST deberían sostener el crecimiento económico y mejorar el entorno de crédito. A medida que los tipos se estabilicen y el crecimiento del crédito repunte en el segundo semestre del ejercicio fiscal 2026 los márgenes deberían recuperarse.

En resumen, los factores estructurales son alentadores: la digitalización de medios de pago, la inclusión financiera y unos abultados colchones de recursos propios siguen avalando un buen comportamiento del sector a largo plazo. Mantenemos nuestra preferencia favoreciendo a bancos y empresas financieras no bancarias con una sólida disciplina de concesión de préstamo, rentabilidades estables sobre los activos (ROA) y un historial satisfactorio a lo largo de los ciclos financieros.

Flujos de inversión: aguanta la demanda por residentes

Los inversores extranjeros fueron vendedores netos de acciones por un importe que rondó los 4.000 millones de USD en el mes, mientras que los inversores nacionales fueron compradores netos por valor de 10.800 millones de USD.

Política monetaria y fiscal acomodaticias

Contención de la inflación. El IPC se situó en el 1,6%, (mes anterior: 2,1%), al tiempo que la inflación subyacente lo hizo en 4,2%. El crudo NYMEX se abarató un 7,6% en el mes, cerrando a 64,01 USD/barril (disminución del 13% interanual).

Ampliación del espacio fiscal. La consolidación fiscal redujo el déficit del 9,2% al 4,8% y dejó margen para gasto anticíclico en infraestructuras, tecnología y bienes de consumo.

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. Los ratios de valoración han mejorado, con un PER del MSCI India ligeramente por encima de 25x (aún por debajo de la media de 5 años de 25,8x). El atractivo de su PEG (PER/tasa de crecimiento previsto de los beneficios) reside en un crecimiento del BPA esperado del 15%.

Sólida rentabilidad. La rentabilidad sobre recursos propios (ROE) del 15,3% de los integrantes del Nifty 50 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 y Bloomberg EM genera expectativas de flujos de entrada pasivos adicionales.

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

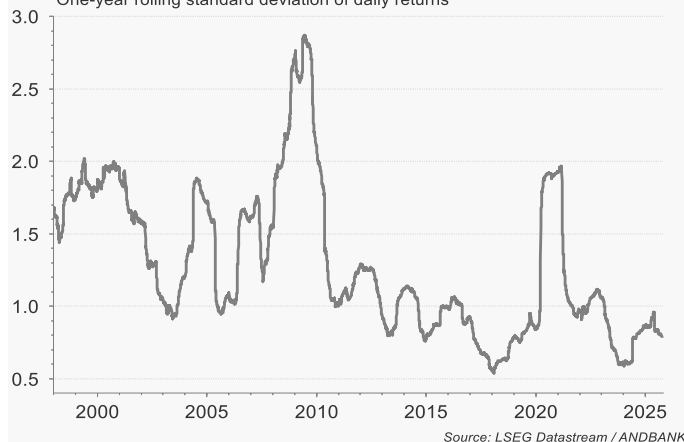
Primer censo completo de castas en casi un siglo. El censo nacional de 2026-27 incluirá preguntas sobre castas, algo que no se hacía sistemáticamente desde 1931. Incluirá no sólo a castas y tribus desfavorecidas (SC/ST), sino también otras clases rezagadas (OBC), y aportará datos más detallados para diseñar políticas de cuotas. La motivación oficial del Gobierno central, liderado por el BJP, es utilizarlo para dar un paso «histórico» hacia la justicia social y elaborar políticas basadas en datos. Los partidarios de la reforma sostienen que esta permitirá asignar de forma más justa y eficaz los recursos. También recibe el apoyo del Partido del Congreso.

PE (ltm) - India
MSCI India



India NIFTY 50 realised volatility

One-year rolling standard deviation of daily returns



Rahul Gandhi lo calificó de «un primer paso hacia una profunda reforma social». Quienes se oponen a la reforma son algunas castas dominantes y superiores, que temen que la redistribución basada en datos actualizados afecte a sus cuotas y privilegios actuales. Algunos grupos sociales (como la Nair Service Society) advierten de que recopilar datos sobre castas y religión podría dañar la unidad nacional.

Riesgos

1) Los aranceles podrían lastrar la economía: EE.UU. impuso a la India aranceles del 25%, con una penalización adicional de aproximadamente el 25% por sus relaciones comerciales con Rusia. Aún no se han anunciado aranceles para ciertos sectores como el farmacéutico y el electrónico. Las tensiones geopolíticas, que la India ha sabido gestionar bien hasta ahora, podrían no obstante acabar repercutiendo en la economía. El factor clave para los mercados bursátiles será la percepción del riesgo a nivel mundial, ya que las bolsas internacionales han cotizado sorprendentemente altas a pesar de las perturbaciones causadas por la imposición de aranceles por parte de EE.UU. De cara al futuro, la confianza en el crecimiento debería mejorar gracias a los indicadores macroeconómicos favorables, la política monetaria acomodaticia y el respaldo fiscal (incluida la racionalización de los tipos del GST que anunció el primer ministro en su discurso del Día de la Independencia). **2) Dependencia de financiación externa:** los grandes conglomerados indios dependen en parte de la financiación internacional de su deuda, lo que los expone al variable apetito global por el riesgo.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

ISRAEL

Las perspectivas dependen de factores geopolíticos

Panorama macroeconómico y geopolítico

Las noticias del mes pasado se centraron en la actual campaña de las Fuerzas de Defensa de Israel en Gaza, que sigue modelando las perspectivas económicas del país. Los costes directos de la guerra son considerables: decenas de miles de millones de shekels se han asignado a gasto de defensa y ayuda de emergencia a empresas y hogares, con pérdida de ingresos fiscales. El déficit presupuestario podría rondar el 6% del PIB en 2025, cuando el objetivo antes de la guerra era de menos del 5%; la deuda pública ronda ya el 75% del PIB, frente al 60% anterior.

La actividad económica sigue débil. Los datos del segundo trimestre confirmaron una contracción del 3,5% debido a la escalada bélica de junio, con consumo privado y construcción como sectores más afectados. La actividad repuntó algo en julio, pero las encuestas a empresas apuntaban a una menor demanda a finales de agosto y septiembre.

En agosto la inflación volvió a situarse dentro del rango objetivo del 1%-3% fijado por el Banco de Israel, con un IPC del 2,9% interanual, frente al 3,1% de principios de verano. La menor demanda contribuyó a compensar las presiones sobre la oferta derivadas del conflicto. El Banco de Israel mantuvo en su reunión del 20 de agosto el tipo de interés de referencia en el 4,5% y dejó claro que la incertidumbre geopolítica, más que la inflación subyacente, era el principal obstáculo para incoar una relajación de la política monetaria. Las expectativas del mercado para nada son malas: la encuesta del Banco de Israel apunta a una previsión media de inflación del 2,2% para los próximos 12 meses, mientras que la tasa de inflación implícita a 10 años se redujo al 2,07%, unos 45 pb menos que a principios de año.

Renta fija

Los mercados de bonos mantuvieron el tipo a pesar de las elevadas necesidades de financiación en tiempos de guerra. El rendimiento de la deuda pública a 10 años se mantuvo entre el 4,10% y 4,20%, con un leve repunte que refleja el mayor endeudamiento público y la política de «tipos más elevados durante más tiempo». Los diferenciales de riesgo siguen siendo amplios, pero en niveles contenidos: los CDS a 5 años cotizan cerca de los 100 pb, por debajo de los máximos de más de 160 pb de finales de 2023, pero siguen duplicando los niveles previos a la guerra. Las agencias de calificación mantienen la calificación A con perspectiva negativa, aduciendo la desviación presupuestaria y la trayectoria incierta del conflicto.

Los mercados prevén ahora el primer recorte de tipos a mediados de 2026, lo que pone de manifiesto las expectativas de que la institución monetaria dará prioridad a la estabilidad hasta que disminuyan los riesgos geopolíticos. Para los inversores, los bonos aún ofrecen un *carry* atractivo, pero su rendimiento es muy sensible a los acontecimientos: una escalada bélica en Gaza o Líbano bien podría ampliar los diferenciales, mientras que una trayectoria creíble hacia la desescalada podría comprimirlos con celeridad. Seguimos priorizando una duración corta en vista del elevado riesgo de los acontecimientos.

Renta variable

Los mercados bursátiles registraron volatilidad en el periodo. Tras acumular alzas importantes hasta principios de septiembre (más de un 25% en el caso del TA-35), el dinamismo se estancó al intensificarse las operaciones en Gaza. Entre el 12 y el 16 de septiembre el índice cayó cinco sesiones seguidas, hasta un 2,3% intradía, antes de estabilizarse. Aún es el más débil entre los principales índices mundiales.

Los resultados sectoriales fueron muy heterogéneos. Las empresas de defensa y aeroespaciales siguen beneficiándose estructuralmente de contratos plurianuales, lo que no impidió que hubieran de afrontar una recogida de beneficios durante el retroceso de septiembre. Los bancos, que habían ganado terreno a principios de año gracias a unos márgenes más amplios, se enfrentan ahora a la preocupación por el aumento de los impagos y el debilitamiento de la demanda de vivienda. Las acciones tecnológicas siguieron, en términos generales, la estela alcista de sus homólogas mundiales, pero siguen siendo vulnerables a las salidas de capitales y al riesgo reputacional, en un momento en el que los inversores extranjeros están replanteándose su exposición a Israel. Los sectores inmobiliario y de construcción siguieron debilitándose a causa de las tensiones en la financiación y el retraso de los proyectos, y turismo y compañías aéreas mantuvieron su tendencia bajista. Los valores energéticos se mantuvieron firmes, apuntalados por las exportaciones de gas y una modesta prima de riesgo en el petróleo.

Los niveles de valoración incorporan ahora un descuento inequívoco por motivos geopolíticos, con un PER medio por debajo de la media histórica pese al aguante de los beneficios, lo que refleja el elevado riesgo de guerra y dificultades fiscales.

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

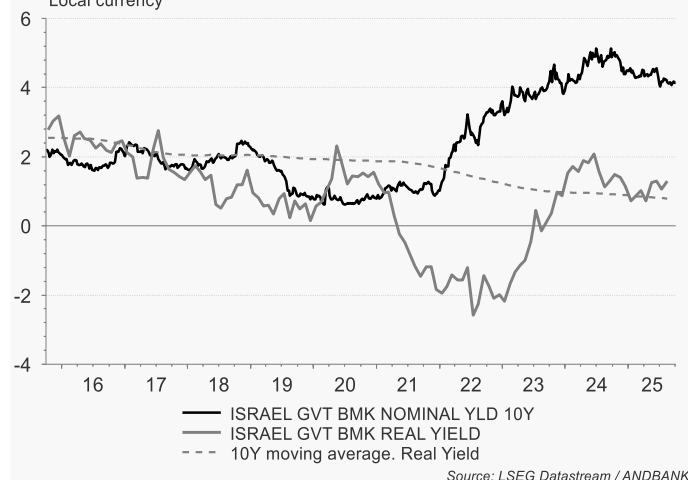
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

BRASIL

Una economía bajo presión: política monetaria restrictiva, enfriamiento del crecimiento y más tensiones comerciales

La política monetaria todavía es muy restrictiva

El tipo Selic es actualmente del 15% anual, uno de los más elevados del mundo en términos nominales. En términos reales ronda el 9,5%, un nivel también muy alto tanto respecto al pasado como respecto al resto del mundo. La postura firme de la institución monetaria, con un diferencial de tipos de interés amplio frente al de otros países, ha facilitado menores expectativas de inflación. No obstante, las propias proyecciones del Banco siguen mostrando una inflación (IPCA) superior al punto medio del objetivo del 3,0% en el horizonte relevante (primer trimestre de 2027) de la política monetaria.

No hay indicios que apunten a que los tipos vayan a bajar este año. El acta de la última reunión del Copom insiste en que «el tipo se situará de forma significativa en terreno de contracción durante un periodo muy prolongado». Los economistas esperan que el ciclo de relajación monetaria se reanude en enero de 2026, lo que también tiene reflejo en la curva de rendimientos. Para el próximo año prevemos recortes de 300 pb como mínimo, mientras que el mercado prevé 250 pb. El elevado tipo de interés nacional ha fomentado las operaciones de *carry*, lo que ha contribuido a la apreciación del real en los últimos meses. El debilitamiento generalizado del dólar estadounidense resulta igualmente relevante. Entre enero y el 23 de septiembre la moneda brasileña se apreció casi un 14% frente al dólar.

La inflación empieza a remitir

Los precios al consumo se han moderado en los últimos meses, en particular en bienes industriales y alimentos. El IPCA acumulado a 12 meses hasta agosto se situó en 5,13%, con unas expectativas para final de año del 4,8%. Los elevados tipos de interés, la fortaleza de la moneda y la menor actividad económica han favorecido el proceso de desinflación. Por otro lado, la política fiscal expansiva ha sostenido el crecimiento del PIB y mantenido bajo el desempleo, retrasando de ese modo el ajuste a la baja de los precios del sector servicios. Para 2026 el consenso apunta a un ligero descenso del IPCA hasta el 4,2%-4,3%, aún por encima del objetivo, pero dentro del rango de tolerancia (3,0% $\pm$ 1,5 pp). En los tres últimos años la inflación media ha sido del 5,1%.

La actividad económica da muestras de enfriamiento

Los datos del segundo y tercer trimestres confirman que la economía se ralentiza, aunque de manera desigual. Los sectores sensibles a la evolución de los tipos de interés y al crédito pierden dinamismo, mientras que los servicios vinculados a la renta de los hogares se desaceleran de forma más gradual gracias a un mercado laboral aún firme, con un desempleo del 5,6%, un mínimo histórico.

El IBC-Br, una aproximación del banco central al PIB, creció un 3,8% en 2024 (excluyendo sector agrícola: 4,1%). En los 12 meses transcurridos hasta julio, el crecimiento ya se había ralentizado al 3,5% (excluyendo sector agrícola: 2,9%). El consenso prevé un crecimiento del PIB del 2,1% este año y del 1,8% en 2026. La deuda de los hogares sigue rondando máximos históricos y las tasas de morosidad han repuntado. A pesar de los nuevos programas sociales dirigidos a sostener a los hogares de rentas bajas y medias, los factores mencionados deberían limitar el crecimiento del consumo.

Tensiones comerciales y aranceles

El 5 de agosto de 2025 Estados Unidos elevó los aranceles a la importación de productos brasileños del 10% al 50%. Con todo, la lista de 694 artículos exentos de las aproximadamente 4.000 exportaciones mitigó el impacto. Quedan exentos los aviones, el zumo de naranja, metales preciosos, arrabio y petróleo. En cambio café, carne, cacao, pescado, textiles, maquinaria y otros productos quedan ahora sujetos al arancel íntegro.

Se han entablado negociaciones entre representantes empresariales brasileños y estadounidenses, con una participación directa limitada de los presidentes Lula y Trump. Para mitigar el impacto en los sectores afectados, el Gobierno brasileño anunció un paquete fiscal de ayudas por importe de 30.000 millones de reales que incluía líneas de crédito bonificadas, aplazamientos fiscales y compras de bienes. Brasil también busca diversificar sus socios comerciales. Un obstáculo en todo esto es que Brasil es de los pocos países que tienen déficit comercial con Estados Unidos, por lo que los aranceles estarían en gran medida motivados por razones más políticas que económicas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

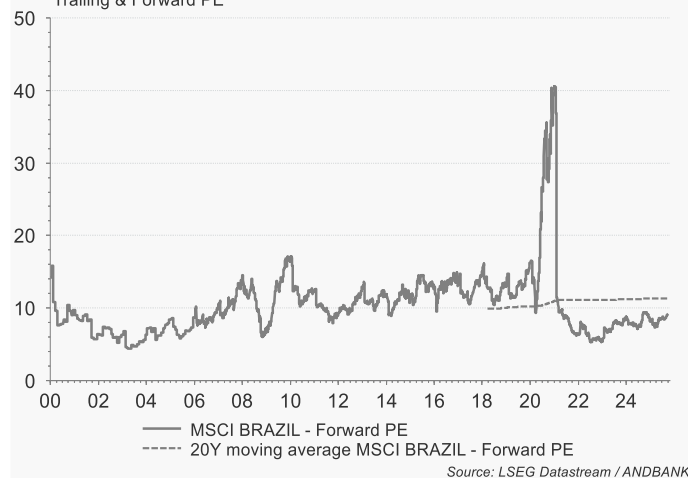
Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

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

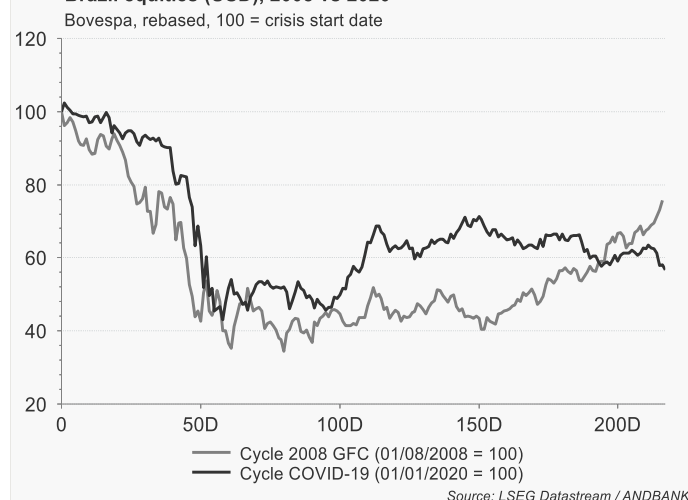
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 275 pb; rend. obj.: 7,25%)

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

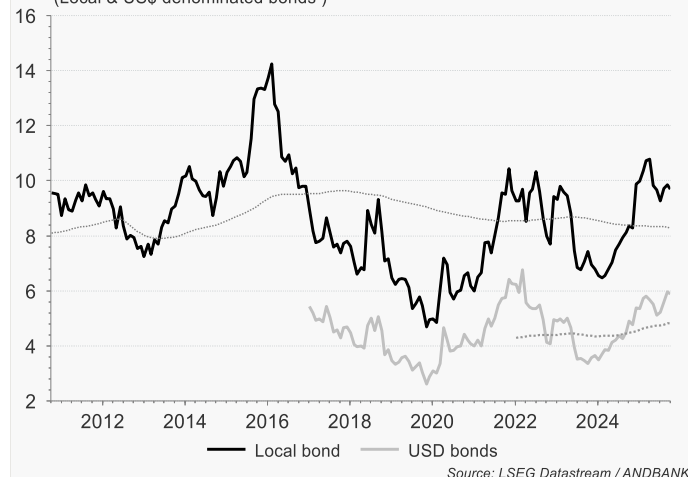
Brazil MSCI Index price-to-earning
Trailing & Forward PE



Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



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





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

MÉXICO

Los activos empiezan a reflejar en su cotización avances en la política comercial

Política monetaria

En su última decisión de política monetaria, por segunda vez consecutiva, el banco central recortó su tipo de interés de referencia. Esta vez el ajuste fue menor: solo 25 pb, frente a los tres recortes anteriores de 50 pb en 2025. El tono general de la Junta de Gobierno aún es acomodaticio, centrado en el riesgo de desaceleración económica desde principios de año. Tras una relajación acumulada de 175 pb, el diferencial entre el tipo de interés de referencia y el tipo neutral se ha reducido considerablemente. La decisión de seguir recortando se basa en último término en la expectativa de convergencia de la inflación en el segundo trimestre de 2026, el reciente recorte de tipos de la Fed y la probabilidad de mayor relajación en EE.UU. Los mercados esperan otro recorte de 25 pb en este tercer trimestre y más de un recorte adicional entre noviembre y diciembre.

Actividad económica e inflación

La inflación pasó en agosto del 3,50% al 3,57%, impulsada por un repunte en los componentes más volátiles que antes favorecían al índice general, en particular las tarifas eléctricas y los productos agrícolas. En cuanto al crecimiento, los principales catalizadores positivos siguen siendo las exportaciones, con negociaciones en curso para reducir el *arancel fentanilo* del 30%, al que se aplicó una prórroga de 90 días a principios de agosto. También se espera que tras un prolongado periodo de debilidad mejore el consumo privado, cuya recuperación se ve entorpecida por la infra ejecución del gasto público, especialmente en programas de transferencias sociales. En el lado negativo, la producción industrial se contrajo el último año y la inversión bruta en activo fijo lleva estancada desde junio de 2024. El crecimiento del PIB mejoró en el segundo trimestre de 2025, lo que refleja la normalización de las actividades presentadas en el «día de la liberación».

Política fiscal y comercial

El Gobierno mexicano ha seguido haciendo concesiones al de Trump en áreas como la seguridad fronteriza y el crimen organizado, en particular a través de una regulación más estricta del sector financiero. México se mantiene en una posición sólida y favorable en su relación comercial con Estados Unidos: tan solo una cuarta parte del tipo arancelario efectivo de Trump se aplicará a las exportaciones mexicanas, que se benefician de un trato especial como «nación no favorecida» y disfrutan de exenciones del tratado USMCA, que cubren aproximadamente el 80% de las remesas a Estados Unidos.

El presupuesto de 2026 incorporó una revisión al alza del déficit público previsto, si bien sigue siendo compatible con la consolidación desde el déficit del 6% que se registró en 2024. No es de esperar que la deuda pública siga aumentando; de hecho se prevé que se mantendrá ligeramente por encima del 50% del PIB tanto en 2025 como 2026. El apoyo a Pemex se mantendrá para cubrir sus obligaciones financieras de 2026, con transferencias equivalentes al importe de los próximos vencimientos de deuda.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos una perspectiva favorable. La bolsa mexicana se ha recuperado en 2025 tras un periodo de notable infravaloración no solo frente a sus homólogas internacionales, sino también respecto a sus propios niveles históricos. Sobre un PER actual de 15 veces y un crecimiento estimado de los beneficios en torno al 11%, fijamos un objetivo para finales de año por encima de los 66.000 puntos (actualmente en 62.350). Las perspectivas de los activos mexicanos han mejorado notablemente. El cambio en la dinámica del comercio mundial sugiere un mayor potencial alcista, mientras que la ausencia de factores de riesgo-país ha contribuido a la revalorización de los activos denominados en pesos.

Renta fija. El inicio de los recortes de tipos de la Fed, unido al ciclo de relajación en curso de Banxico, ha estrechado el diferencial entre el bono mexicano a 10 años denominado en pesos y el bono del Tesoro estadounidense a 466 pb, rozando nuestra previsión de 500 pb para finales de año. En el caso del bono mexicano en dólares, el diferencial con el Treasury se ha mantenido por encima de 165 pb, siendo nuestra previsión para final de año de 200 pb.

Tipo de cambio. El peso ha exhibido notable resiliencia en un entorno volátil y no ha dejado de afianzarse desde el «día de la liberación» (cuando tocó 20,85). En fechas recientes aceleró su apreciación hasta acercarse a 18,20, respaldado por la sólida participación de los inversores extranjeros en deuda denominada en pesos y por el importante crecimiento de la financiación nacional. Mantenemos la previsión para final de año en la horquilla de 19,50-20,00 unidades por dólar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

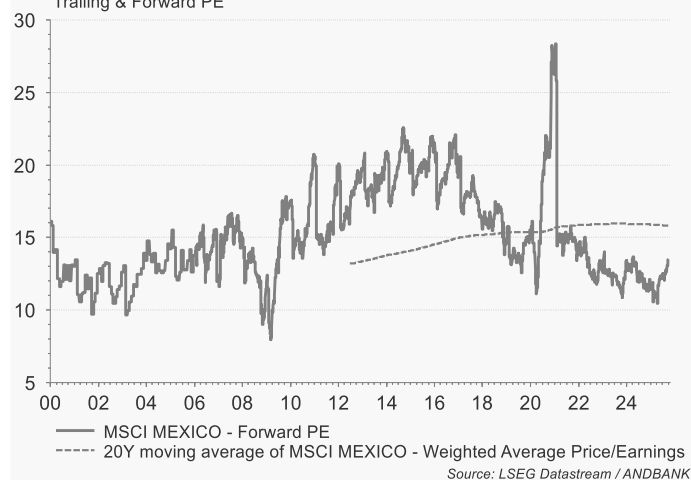
Renta variable (IPC México): NEUTRAL

Deuda soberana en MXN: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 pb; rend. obj.: 9,50%)

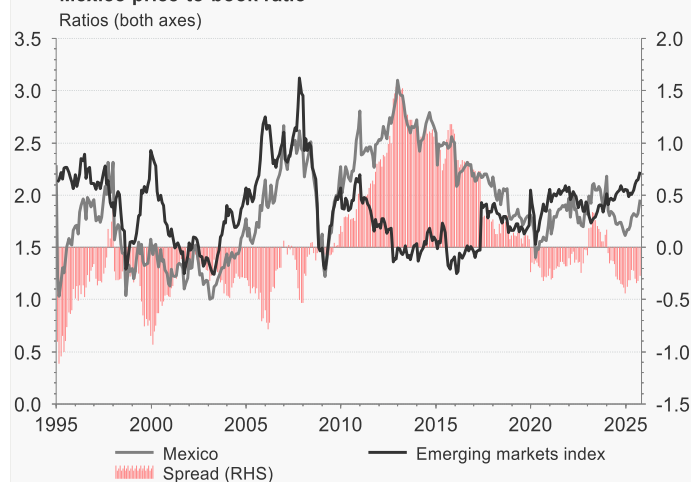
Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,50%)

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

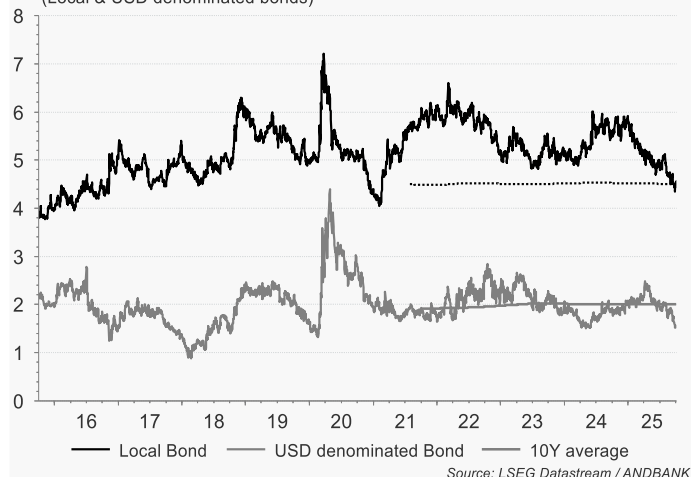
Mexico MSCI Index price-to-earning
Trailing & Forward PE



Mexico price-to-book ratio



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST
(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

El Tesoro estadounidense interviene tras la derrota del Gobierno en Buenos Aires

Política: cuando es la política la que rige los mercados

En las elecciones legislativas celebradas en la provincia de Buenos Aires (PBA) la oposición obtuvo una victoria decisiva. La coalición peronista *Fuerza Patria* (FP) obtuvo el 47,3% de los votos, derrotando al partido del Presidente Milei, *La Libertad Avanza* (LLA), que solo logró el 33,7%. Las encuestas anticipaban una ligera ventaja para el peronismo, pero el margen final de 13 puntos superó con creces las expectativas. El resultado representa, por tanto, un importante revés para el presidente Javier Milei antes de las elecciones legislativas convocadas para el 26 de octubre. Esta derrota tiene una relevancia especial, ya que la Provincia representa aproximadamente el 40% del electorado argentino y es decisiva para configurar el equilibrio político nacional. El resultado no refleja tanto una actuación extraordinaria de FP como una deficiente actuación de LLA, cuyos partidarios se abstuvieron en gran medida. La participación fue bastante baja, del 62,1%, frente a una media del 75,8% en las elecciones legislativas de mitad de mandato desde 2005. El revés en la provincia más influyente de Argentina también agrava un entorno político ya de por sí complejo. Un escándalo de corrupción que afecta a figuras del Gobierno y la creciente presión de la oposición en el Congreso para ampliar el gasto público han aumentado la incertidumbre. En su discurso, Milei reconoció la derrota, hizo autocritica y prometió corregir errores. Al mismo tiempo, reafirmó su compromiso con las disciplinas presupuestaria y monetaria. De cara al futuro, LLA podría ganar terreno en la PBA en octubre. Los alcaldes (intendentes) de FP tendrán menos incentivos para movilizar a los votantes, ya que no se disputará ningún escaño en el consejo municipal, mientras que los votantes de LLA que se abstengan pueden inclinarse más por participar después de este «susto kirchnerista». Aun así, cualquier mejora para LLA será probablemente limitada, y una derrota por la mínima parece el mejor escenario posible. Aunque es posible que LLA obtenga mejores resultados fuera de Buenos Aires, ahora parece poco probable que las elecciones proporcionen a las políticas de Milei el importante respaldo al que el Gobierno aspiraba.

El resultado de las elecciones en la PBA desencadenó una notable liquidación de la deuda soberana y de la renta variable argentinas, con caídas de más del 20% en algunos valores. Simultáneamente, el tipo de cambio saltó al límite superior de la banda cambiaria, lo que obligó al banco central a intervenir vendiendo dólares. Las turbulencias persistieron hasta que la intervención de EE.UU. contribuyó a desencadenar un importante repunte en los precios de los activos. El Secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, anunció que Washington se planteaba una línea *swap* de 20.000 millones de dólares con Argentina y que estaba dispuesto a comprar los bonos en dólares del país, lo que proporcionaría a Milei un «puente» hasta las cruciales elecciones de mitad de mandato del próximo mes. Bessent enfatizó que Argentina disponía de las herramientas necesarias para derrotar a los especuladores, incluidos quienes buscan desestabilizar los mercados con fines políticos. Por su parte, el presidente estadounidense Donald Trump expresó un férreo apoyo al presidente argentino en la reunión que mantuvieron durante la Asamblea General de Naciones Unidas.

Actividad económica: indicios poco halagüeños

En cuanto a la actividad económica, un número creciente de indicadores apuntan a un estancamiento en estos últimos meses. El Índice Líder (IL) elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella cayó en agosto un 4,7%. El Índice de Difusión se situó en apenas el 20%, y solo dos de las diez series mostraron crecimiento: los precios FOB de la soja y los ingresos por IVA en términos reales. Las ventas minoristas de las pymes también encajaron su quinto descenso consecutivo al caer un 2,2% a precios constantes y desestacionalizados, y un 2,6% interanual.

Precios: Cifras sólidas pese a la depreciación de la moneda

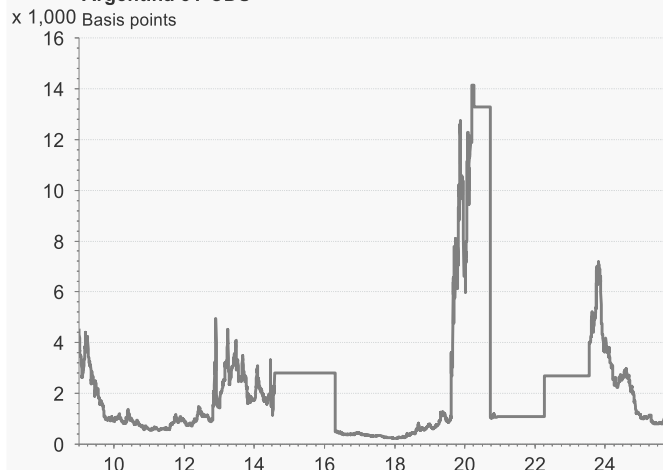
La inflación en Argentina se situó en agosto en el 1,9%, ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado (2,1%). En términos anuales ascendió al 33,6%. Por componentes del IPC, la inflación subyacente se aceleró en el mes hasta el 2,0% (frente al 1,5% de julio), lo que refleja el impacto de la evolución de los tipos de cambio. En cambio, los productos de temporada se abarataron un 0,8% (anterior: 4,1%), mientras que los precios regulados subieron un 2,7% (anterior: 2,3%). Los analistas de instituciones privadas prevén ahora que la inflación para el conjunto de 2025 será del 28,8%.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

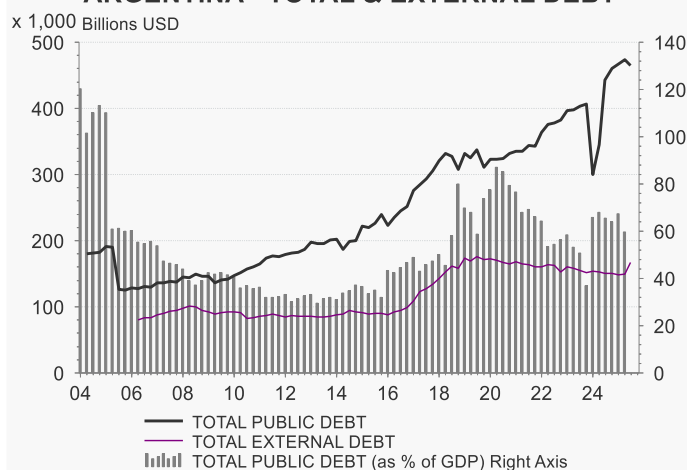
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1.300)

Argentina 5Y CDS



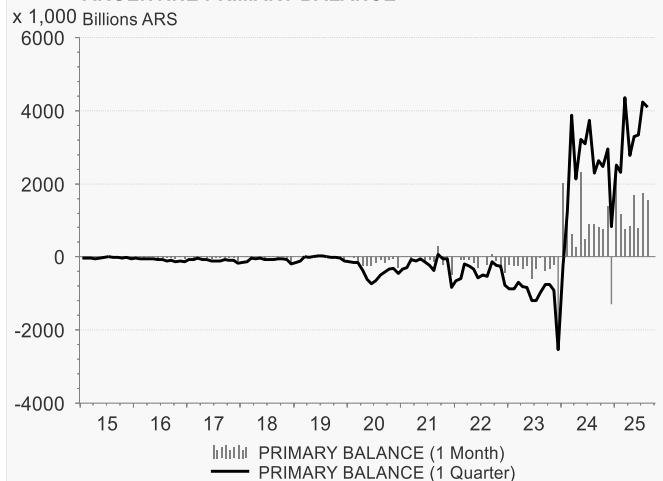
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



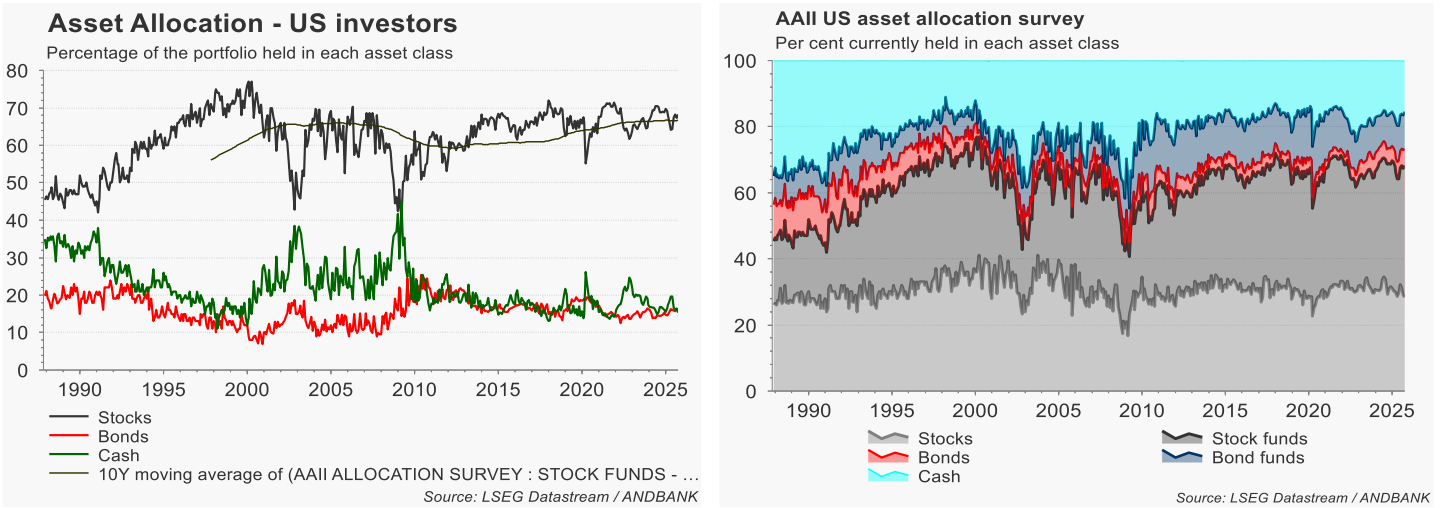
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

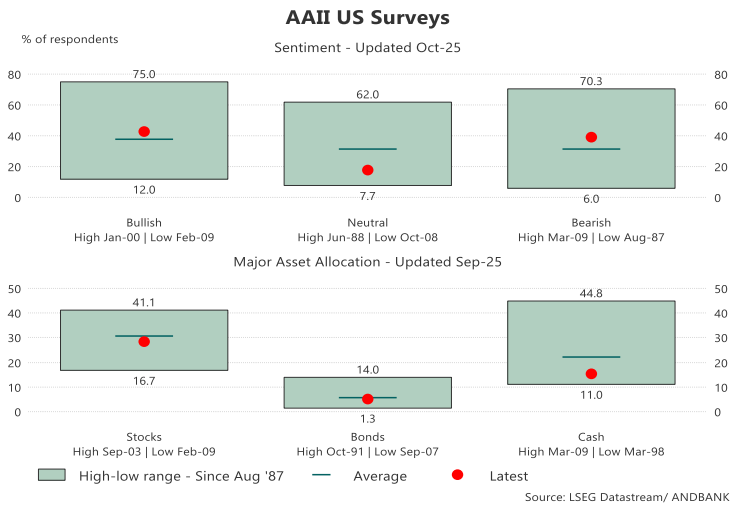
Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Spread curr RP vs hist RP	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Comittee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	265,0	11,7%	28,40	25,44	3,93%	-0,22%	2,00%	-2,22%	26,00	6.740	6.890	2,2%	MW	7.579
Europe - Stoxx Europe 600	37,0	3,4%	15,93	15,41	6,49%	3,77%	5,00%	-1,23%	15,00	570	555	-2,7%	UW	611
Spain IBEX 35	1.100,0	6,0%	14,99	14,14	7,07%	3,81%	5,70%	-1,89%	14,00	15.557	15.400	-1,0%	MW-OW	16.940
Mexico IPC GRAL	4.800	11,9%	14,08	12,58	7,95%	-0,72%	-0,90%	0,18%	13,00	60.404	62.400	3,3%	MW	68.640
Brazil BOVESPA	15.900	11,6%	10,08	9,03	11,07%	-2,78%	-1,10%	-1,68%	9,30	143.608	147.870	3,0%	UW	162.657
Japan TOPIX	186,0	8,8%	18,95	17,42	5,74%	4,07%	4,00%	0,07%	16,50	3.241	3.069	-5,3%	MW	3.376
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	15,54	16,48	6,07%	-0,21%	4,80%	-5,01%	14,00	4.070	3.458	-15,0%	UW	3.804
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	25,05	26,60	3,76%	-2,52%	1,25%	-3,77%	20,00	2.519	1.894	-24,8%	UW	2.083
India SENSEX	3.800	8,1%	23,27	21,52	4,65%	-1,86%	-2,00%	0,14%	24,00	81.790	91.200	11,5%	OW	100.320
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	17,72	15,41	6,49%				15,00	762	741	-2,7%	MW	816

ANDBANK ESTIMATES

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

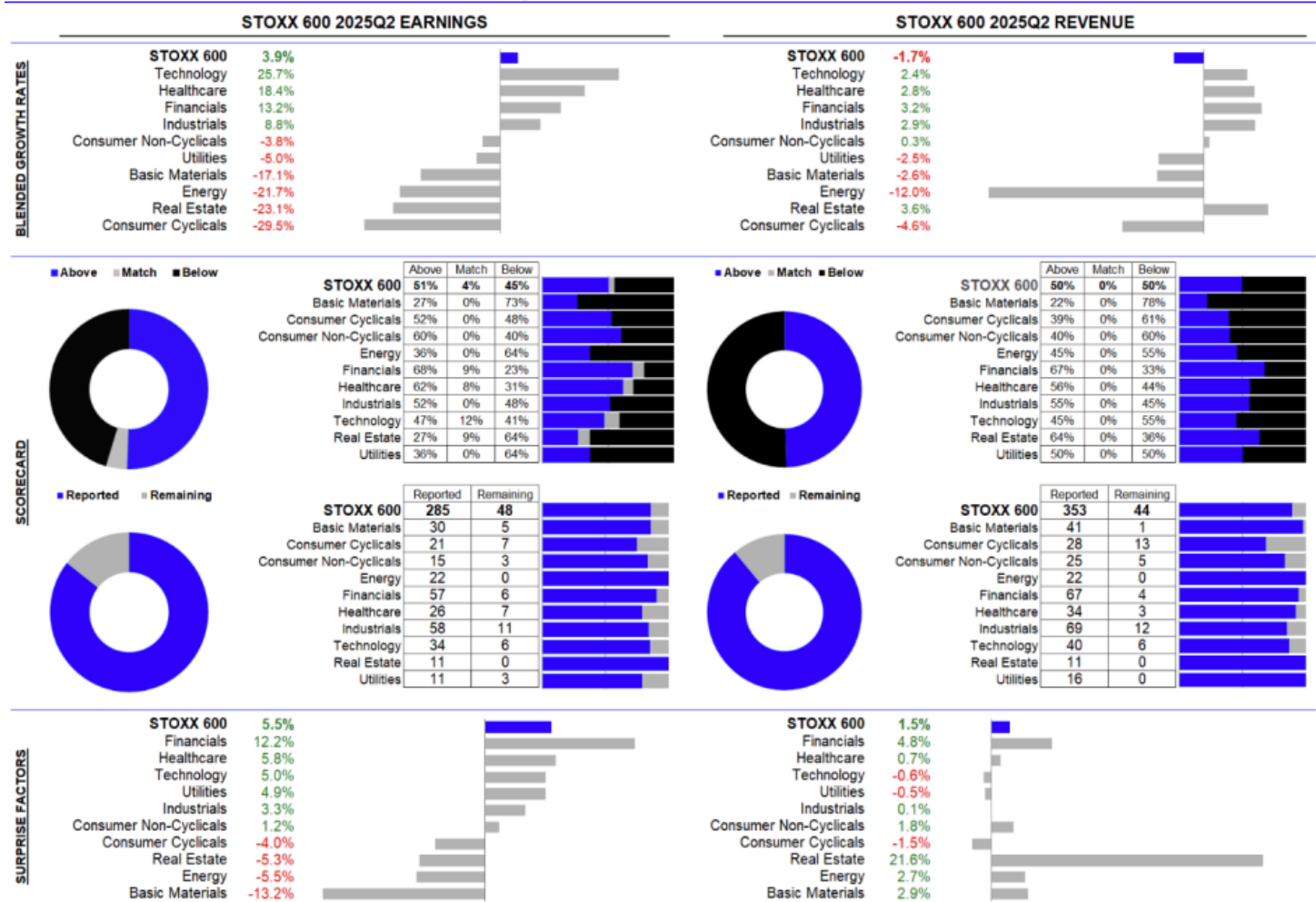


Indicadores de posicionamiento (solo directamente en activos): acciones, bonos y dinero



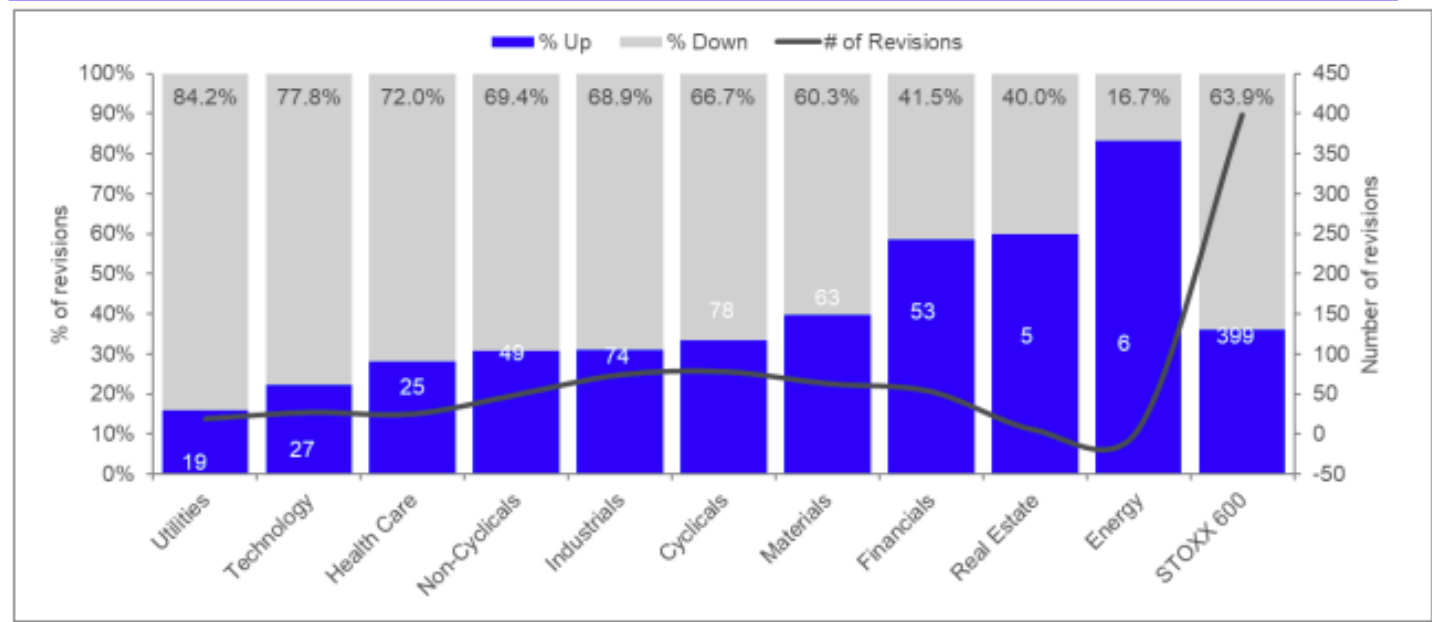
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q2 2025 Earnings Dashboard



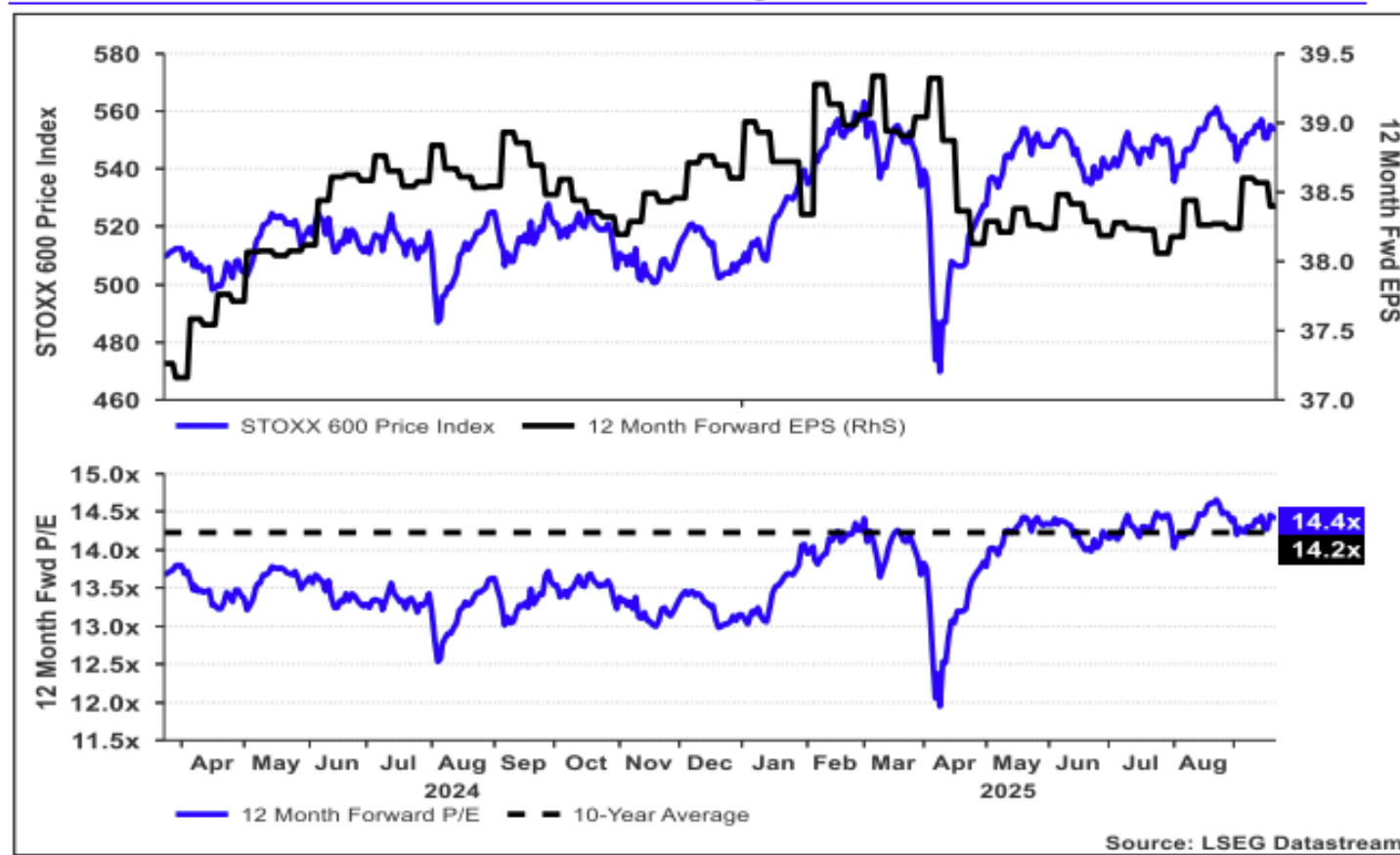
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



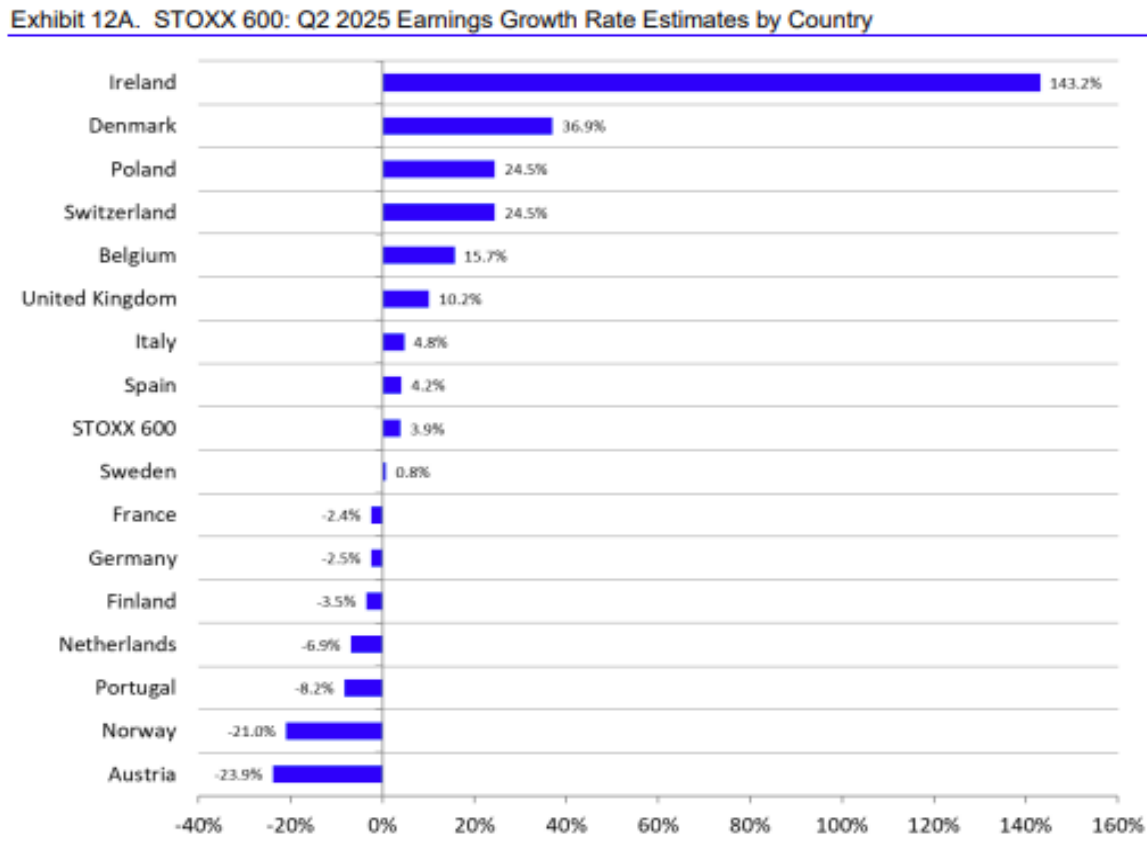
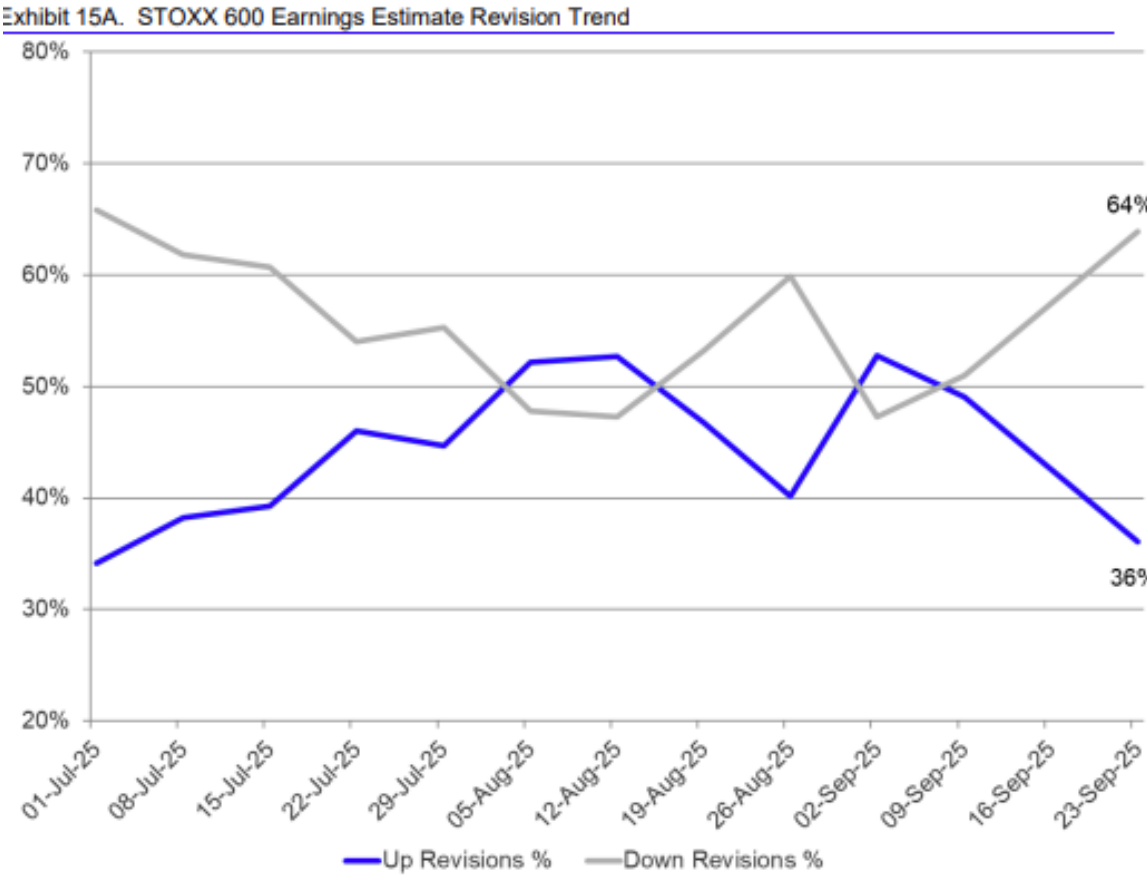
Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EUROPA



Source: LSEG I/B/E/S

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

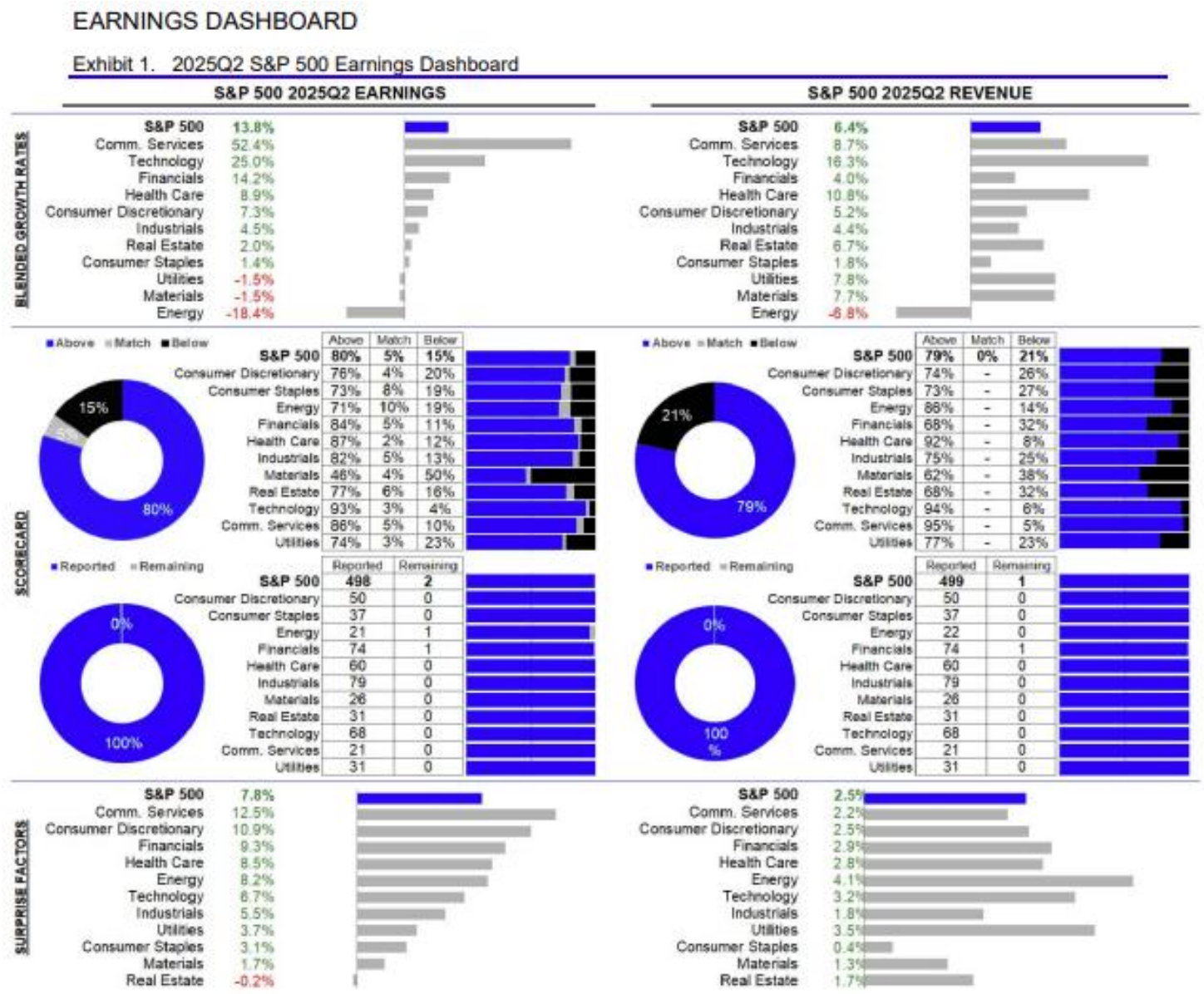
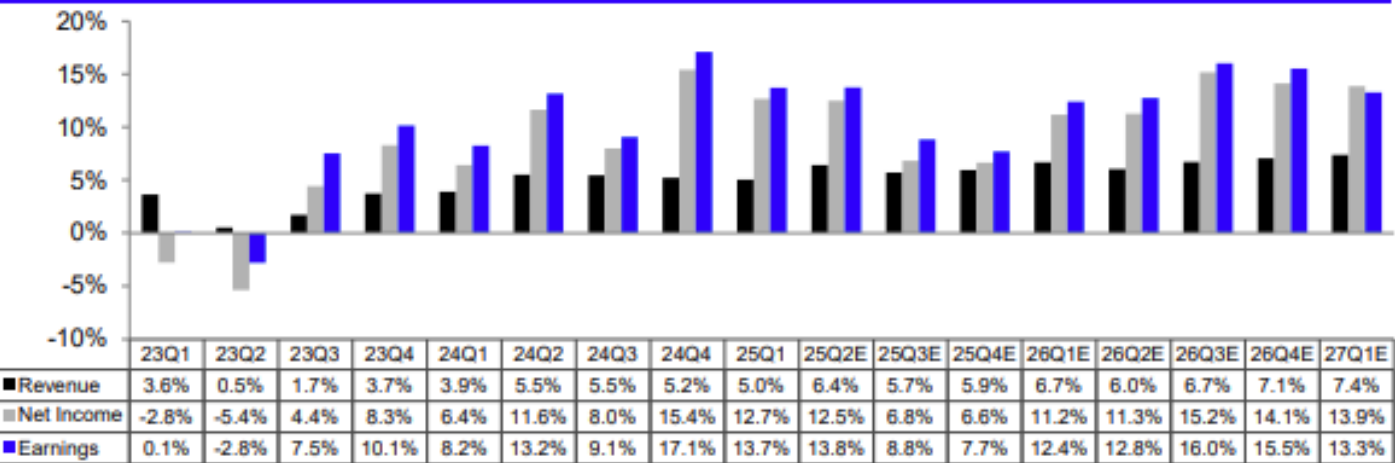


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



RENTA VARIABLE

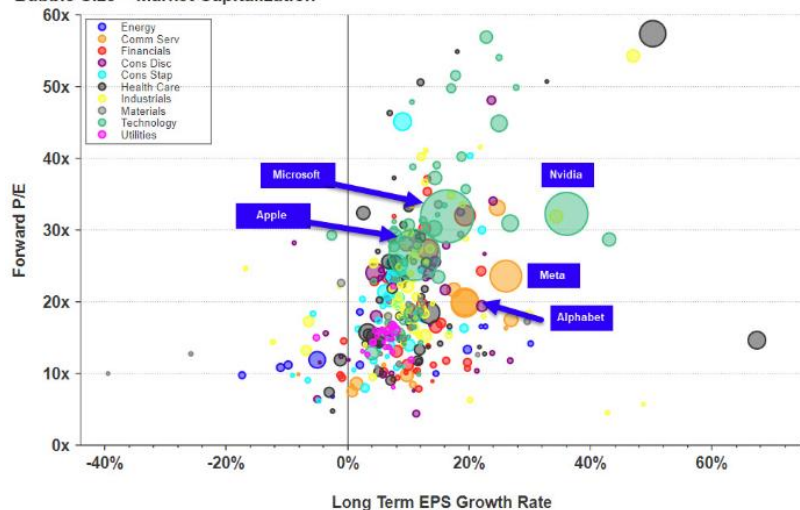
Página 17

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

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

S&P 500 Forward P/E vs. EPS Long-Term Growth Rate

Bubble Size = Market Capitalization

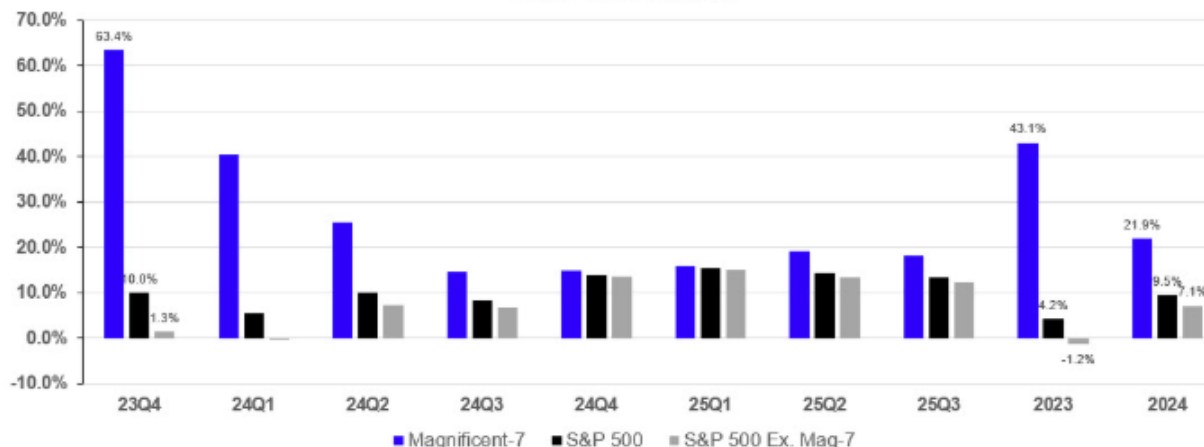


Source: LSEG Datastream / Tajinder Dhillon, CFA

@TDhillon33

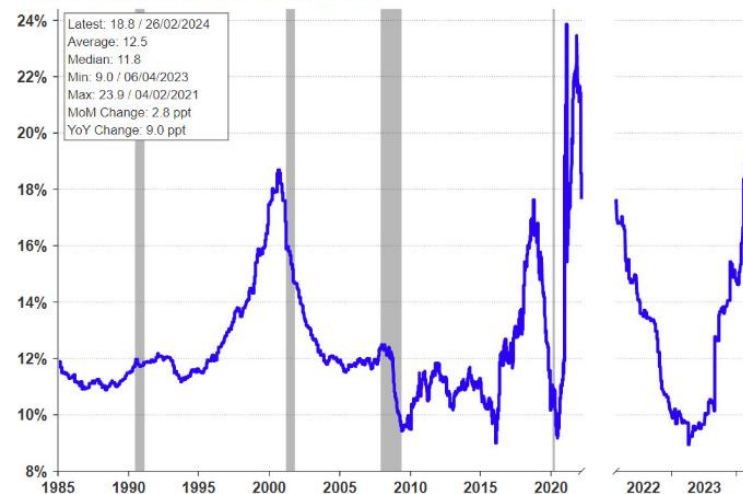
Magnificent-7 Aggregate Earnings Growth Rate

Source: LSEG I/B/E/S



S&P 500 Long-Term EPS Growth Rate

Estimates have risen sharply over the last year



Source: LSEG Datastream / Tajinder Dhillon, CFA

@TDhillon33



MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

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

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

Factores a corto plazo

(Factor bajista de precios) – Aumento moderado de producción: el Financial Times informó que los productores de la OPEP+ acordaron este fin de semana aumentar la producción en 137.000 barriles diarios (bpd) para noviembre, un incremento más moderado que los 500.000 bpd que algunos esperaban (cifra que la OPEP+ calificó de “inexacta y engañosa”). Aunque la OPEP+ sigue produciendo por debajo de su cuota, el mercado no parece recibir bien el anuncio esperado de más producción en la reunión del 5 de octubre.

(Factor bajista de precios) – Alto el fuego en Gaza: el plan de alto el fuego de Trump para Gaza parece ganar tracción, y se informa que Hamás podría aceptar el acuerdo en los próximos días, lo que reduciría aún más el riesgo geopolítico en la región.

(Factor bajista de precios) – Señales de exceso de oferta: Bloomberg informó que cargamentos de crudo de Oriente Medio sin vender apuntan a señales tempranas de un excedente mundial de petróleo.

(Factor bajista de precios) – Nuevo oleoducto: Oilprice.com informó que Alberta podría construir un nuevo oleoducto hacia la costa de Columbia Británica, con capacidad para transportar 1 millón de barriles diarios de crudo para exportación a mercados asiáticos.

(Factor bajista de precios) – Previsión de Macquarie: Bloomberg informó que Macquarie prevé una caída del precio del petróleo hacia los 50 dólares en los próximos trimestres debido a expectativas de una “oferta excesiva castigadora”.

(Factor bajista de precios) – India–Rusia: Bloomberg informó que las importaciones de petróleo de la India desde Rusia cayeron en septiembre, aunque se mantuvieron en torno a un tercio del total de sus importaciones.

(Factor bajista de precios) – Enfoque en GNL: Oilprice.com informó que Shell planea reforzar su apuesta por el gas natural licuado (GNL) durante la próxima década.

(Factor bajista de precios) – Exportaciones kurdas: Reuters informó que el petróleo del Kurdistan comenzó oficialmente a fluir hacia Turquía por primera vez en dos años y medio.

(Factor ligeramente alcista de precios) – Vigilancia danesa: Bloomberg informó que las autoridades danesas prometieron endurecer la regulación de los petroleros que cruzan sus aguas, con el objetivo de restringir la “flota en la sombra” de buques rusos.

(Factor ligeramente alcista de precios) – Ataques con drones: Bloomberg informó que la refinería Tuapse de Rosneft (240.000 bpd) fue golpeada nuevamente por drones ucranianos durante la noche.

(Factor alcista de precios) – Demanda de fuelóleo: Reuters informó que la demanda de fuelóleo está aumentando más rápido de lo esperado debido a las disrupciones en el mar Rojo y a la expansión de la flota en la sombra.

(Factor alcista de precios) – Rusia vs Europa: Reuters informó que el canciller alemán Merz declaró que Europa “no está en guerra... pero ya no está en paz” con Rusia.

(Factor alcista de precios) – Importaciones de EE. UU.: Reuters informó que las importaciones de fuelóleo en la costa del Golfo de EE. UU. alcanzaron su nivel más alto en dos años y medio, en medio de las sanciones a Venezuela y Rusia.

(Factor alcista de precios) – Acuerdo del G7: Bloomberg informó que los países del G7 están cerca de alcanzar un acuerdo para aumentar significativamente las sanciones contra Rusia.

(Factor ligeramente alcista de precios) – Prohibición portuaria: Reuters informó que las terminales portuarias de la provincia china de Shandong están por introducir medidas para prohibir el acceso de buques de la flota en la sombra.

(Factor ligeramente alcista de precios) – Sanciones a Irán: Reuters informó que la UE y la ONU restablecieron las sanciones contra Irán por su programa nuclear.

Factores a largo plazo

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

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

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



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

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 precio del oro estaría caro.

Factores positivos para el oro

Evolución de las reservas exteriores del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2025). el aumento en el precio del oro no se explica por un aumento en el comercio, ni en volumen de las reservas oficiales, sino por un cambio drástico en su composición. Lo sé porque el metal ha pasado de representar apenas un 10% de las reservas de los bancos centrales a situarse entorno al 30%, superando por primera vez desde 1996 a los Treasuries como proporción del total. No descubrimos nada al decir que la economía internacional ha transitado en estos tres últimos años por un periodo de profunda transformación geopolítica, marcado por la configuración de bloques económicos contrapuestos y enzarzados en una dinámica de confrontación. Uno de estos bloques está liderado por China. El otro, por los EUA. Así, en un contexto de extrema rivalidad, y en el que cada actor ha desplegado sus opciones, Pekín ha jugado también sus cartas. Se sabía que China carecía de la capacidad de desplazar al dólar como moneda de reserva, pero no se sabía de su capacidad para infligir un dolor significativo al dólar, tal y como hemos podido comprobar. Observando datos oficiales del PBoC vemos que no es que se haya dado un movimiento generalizado de todos los bancos centrales alterando la composición de sus reservas, y sustituyendo Treasuries por oro. Ha sido China la gran impulsora de esta alteración. **¿Puede China seguir impulsando el precio del oro?** Dependerá del espacio que Pekín tiene para seguir vaciando de Treasuries sus reservas oficiales e incorporar oro en su lugar. En este sentido, deben ustedes saber que Pekín ha podido lograr el objetivo (hasta hoy) gracias a que el porcentaje del oro sobre el total de sus reservas oficiales ha sido por mucho tiempo relativamente bajo (dejando así mucho espacio para nuevas tenencias del metal). Para dar algo más de exactitud: el oro en las reservas chinas apenas excedía el 2.4% del total en el año 2015, y representaban un 5% del total antes de 2023. Desde entonces, y en el fragor de una guerra económica abierta con los EUA, el Banco Popular de China ha intensificado sus compras de oro (reduciendo así su dependencia del Treasury y el dólar). De hecho, según los datos de julio, el PBoC extendió por noveno mes consecutivo sus compras de oro, anunciando una nueva compra del metal por una cantidad de 2t (toneladas), llevando las compras en lo que va de año a las 21 toneladas. Y según fuentes oficiales, las tenencias totales de oro en las reservas del PBoC representan ya cerca del ~7% de las reservas oficiales. (ver Grafico 5, inferior). ¿Mucho? ¿Poco? Bien. Un 7% nos permite afirmar que China tiene aún mucho espacio para seguir incorporando oro en sus reservas, y con ello, impulsar el precio del metal. Sin embargo, cabe mencionar que 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 y solvencia) 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 (estancamiento). 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 a 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.

Pasemos a los cuatro riesgos identificados para el recorrido alcista del oro, los cuales permanecen bajo control. 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, la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz a 1.800 USD/oz coincidiendo con la política de «cañones y mantequilla» de George W. Bush, estimulando 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.

- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo BAJO).
- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo BAJO-MEDIO).
- Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO).
- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo BAJO).

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.



DIVISAS

Página 20

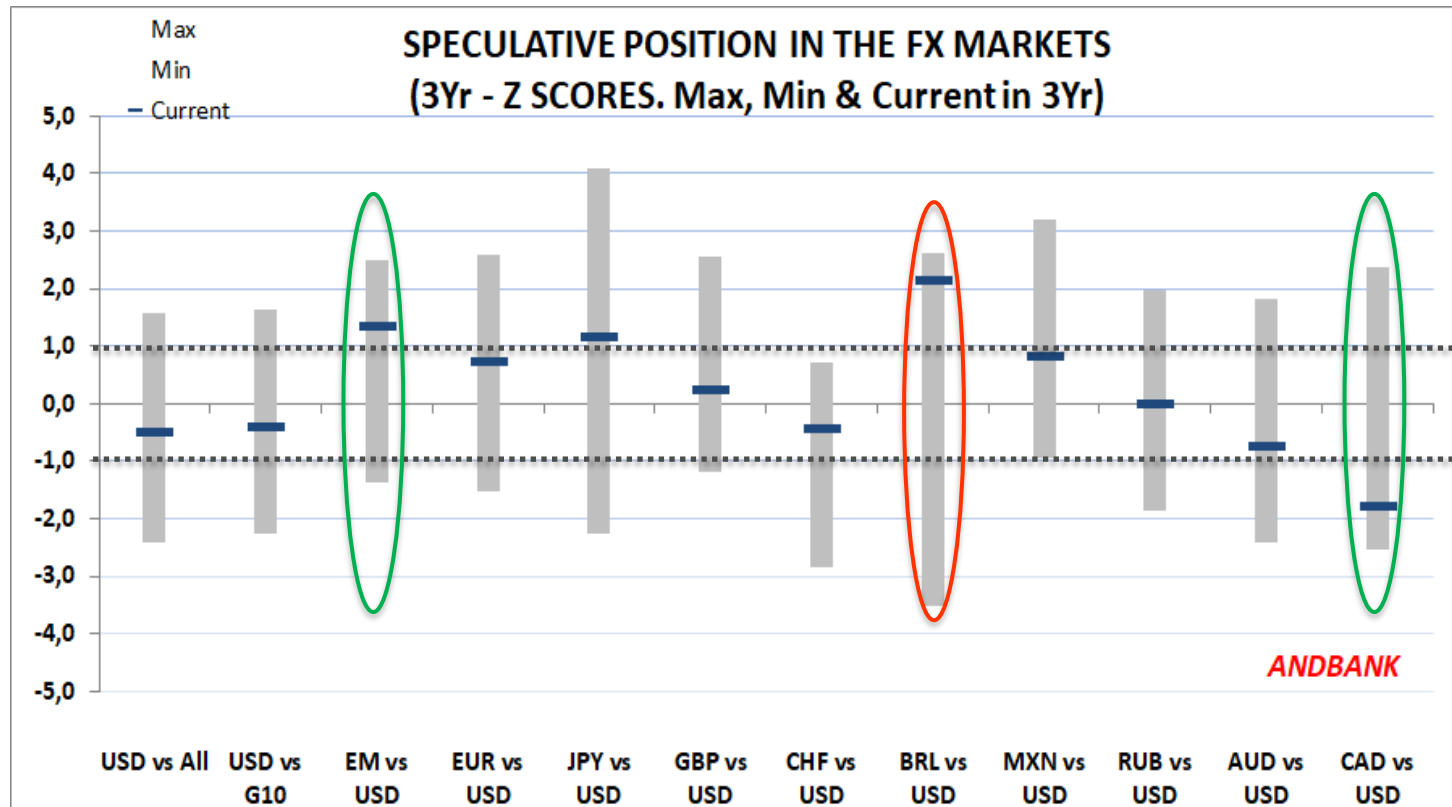
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-9,86	-3,73	32,1	-28,2	-0,9	-0,47
USD vs G10	-6,35	-2,60	32,7	-25,4	0,6	-0,39
EM	3,51	1,13	3,9	-0,8	1,9	1,35
EUR	16,89	-1,02	23,4	-8,6	10,1	0,73
JPY	6,73	-0,43	15,7	-15,0	-4,0	1,16
GBP	-0,17	2,48	4,4	-6,5	-0,9	0,26
CHF	-3,64	0,56	0,2	-6,1	-2,9	-0,43
BRL	1,24	0,71	1,2	-0,8	0,1	2,15
MXN	2,27	0,42	3,3	-0,5	1,5	0,83
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,93	2,60	6,1	-6,5	-1,3	-0,74
CAD	-8,30	-0,71	6,1	-9,1	-1,3	-1,76

ANDBANK

Positive
Neutral-Positive
Neutral-Negative
Negative



ANDBANK

Positive
Neutral-Positive
Neutral-Negative
Negative

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	3,8%	14,6%	6.740	6.890	2,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,3%	12,3%	570	555	-2,7%
	SPAIN - IBEX 35	3,7%	34,2%	15.557	15.400	-1,0%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,4%	22,0%	60.404	62.400	3,3%
	BRAZIL - BOVESPA	1,3%	19,4%	143.608	147.870	3,0%
	JAPAN TOPIX	3,3%	16,4%	3.241	3.069	-5,3%
	China SSE Comp. A share	1,5%	15,9%	4.070	3.458	-15,0%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	3,8%	28,7%	2.519	1.894	-24,8%
	INDIA - SENSEX	1,2%	4,7%	81.790	91.200	11,5%
	VIETNAM - VN Index	4,4%	33,8%	1.696	1.517	-10,5%
	MSCI EM ASIA (in USD)	7,6%	27,6%	762	741	-2,7%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,6%	6,8%	4,16	4,50	1,4%
	UK 10 year Gilt	-0,7%	2,1%	4,73	4,75	4,6%
	German 10 year BUND	-0,4%	-1,0%	2,72	2,80	2,0%
	Japanese 10 year Govie	-0,7%	-3,8%	1,67	1,75	1,0%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,0%	0,8%	3,26	3,45	1,7%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,3%	2,3%	3,57	3,65	2,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,2%	-0,1%	3,11	3,30	1,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,7%	-0,8%	2,97	3,20	1,1%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,8%	0,7%	3,37	3,70	0,7%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,1%	2,4%	55,67	60	2,4%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,3%	4,1%	261,60	300	3,5%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	3,8%	50,96	75	3,9%
	Credit USD HY - CDX HY	0,7%	5,9%	317,50	400	4,8%
Fixed Income EMEA	Turkey - 10yr Gov bond (local)	14,3%	3,7%	29,23	30,00	23,1%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	-0,1%	1,84	1,25	6,5%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,1%	7,1%	6,51	5,75	12,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	9,7%	1,89	2,25	-1,0%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	1,0%	10,9%	6,28	5,75	10,5%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	1,6%	2,86	2,75	3,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,3%	3,7%	1,31	2,50	-8,2%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	5,3%	5,99	5,00	13,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	5,6%	3,47	3,00	7,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,2%	2,05	1,75	4,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	-3,1%	3,70	3,00	9,3%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,6%	22,0%	8,67	9,50	2,0%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,9%	12,6%	5,74	6,50	-0,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	1,5%	21,8%	13,85	14,50	8,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,7%	14,4%	5,96	7,00	-2,4%
Commodities	Oil (WTI)	-1,2%	-14,2%	61,7	65,00	5,4%
	GOLD	9,6%	44,2%	3.973,6	2.400	-39,6%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	13,1%	1,17	1,15	-1,8%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,5%	7,7%	1,35	1,36	0,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,0%	5,0%	0,87	0,85	-2,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,2%	-12,4%	0,79	0,87	9,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,2%	-0,9%	0,93	1,00	7,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	-4,2%	150,58	150,0	-0,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,6%	8,3%	176,32	172,5	-2,2%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,7%	-11,9%	18,33	20,00	9,1%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-2,1%	-0,3%	21,47	23,00	7,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	-2,0%	-14,0%	5,31	5,40	1,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,4%	-2,9%	6,22	6,21	-0,1%
	USDARS (price of 1 USD)	1,0%	38,8%	1.430	1.000	-30,0%
	USDINR (price of 1 USD)	0,9%	3,7%	88,71	86	-3,1%
	CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-2,5%	7,12	7,50	5,4%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

**Together
Everyone
Achieves
More**



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



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



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



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



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



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



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



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



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

AVISO LEGAL

Página 23

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

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

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

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

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

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

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

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

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