

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Noviembre de 2025

Government shutdown

Visión de Mercados Opinión Corporativa *Cierre de 2025*



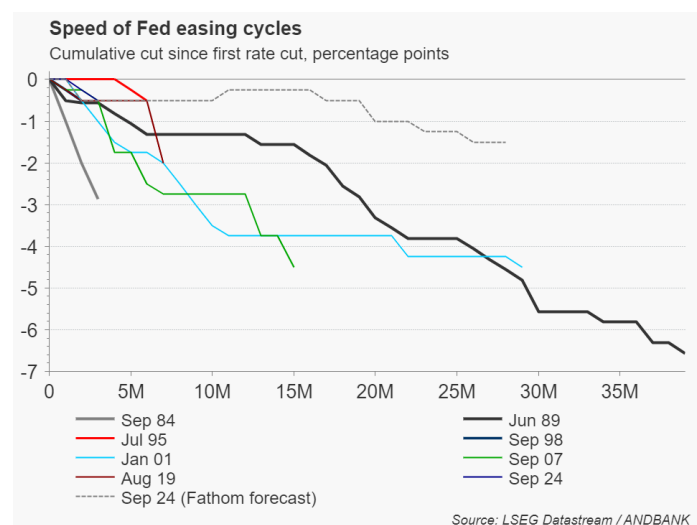
WHAT
ESSENTIAL
SERVICES WILL
CONTINUE TO
FUNCTION?

The press
conferences to
blame the other
side, and
Bloomberg's
apocalyptic
headlines



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO 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	-0,5%	14,3%	6.720	6.890	2,5%
Europe - Stoxx Europe 600	-1,2%	11,7%	567	576	1,6%
SPAIN - IBEX 35	2,3%	38,3%	16.031	15.400	-3,9%
MEXICO - MXSE IPC	3,6%	27,4%	63.093	62.400	-1,1%
BRAZIL - BOVESPA	7,9%	27,5%	153.339	144.000	-6,1%
JAPAN TOPIX	2,0%	18,5%	3.299	3.302	0,1%
China SSE Comp. A share	3,0%	19,3%	4.191	3.952	-5,7%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	0,0%	28,7%	2.519	2.368	-6,0%
INDIA - SENSEX	1,8%	6,5%	83.222	85.500	2,7%
VIETNAM - VN Index	-5,8%	26,2%	1.599	1.517	-5,1%
MSCI EM ASIA (in USD)	1,7%	29,7%	774	779	0,5%

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	0,5%	7,6%	4,11	4,25	3,0%
UK 10 year Gilt	2,4%	4,7%	4,46	4,75	2,1%
German 10 year BUND	0,3%	-0,5%	2,67	2,80	1,6%
Japanese 10 year Govie	0,3%	-3,8%	1,67	1,75	1,1%
Spain - 10yr Gov bond	0,5%	1,6%	3,18	3,45	1,0%
Italy - 10yr Gov bond	0,9%	3,7%	3,42	3,65	1,6%
Portugal - 10yr Gov bond	0,6%	0,8%	3,02	3,30	0,8%
Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	0,1%	2,88	3,20	0,4%
Greece - 10yr Gov bond	0,5%	1,7%	3,28	3,70	-0,1%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,2%	2,8%	55,60	60	2,4%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,4%	4,6%	266,20	300	3,6%
Credit USD IG - CDX IG	1,9%	5,8%	0,00	75	1,7%
Credit USD HY - CDX HY	0,2%	6,1%	334,16	400	5,3%

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)	-1,9%	1,7%	29,77	30,00	27,9%
China - 10yr Gov bond (local)	0,9%	0,8%	1,74	1,25	5,7%
India - 10yr Gov bond (local)	0,4%	7,6%	6,52	5,75	12,7%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	9,8%	1,91	2,25	-0,8%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,3%	12,6%	6,13	5,75	9,2%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	-2,3%	-0,7%	3,18	2,75	6,6%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,7%	4,4%	1,24	2,50	-8,8%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,8%	7,2%	5,82	5,00	12,4%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,3%	5,8%	3,49	3,00	7,4%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,3%	2,05	1,75	4,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	-4,3%	3,88	3,00	10,9%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,5%	23,1%	8,64	9,25	3,8%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,3%	12,7%	5,81	6,25	2,2%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,2%	23,3%	13,82	14,25	10,4%
Brazil - 10yr Govie (USD)	5,3%	14,5%	6,01	6,75	0,1%

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)	-3,5%	-16,3%	60,1	65,00	8,1%
GOLD	0,8%	45,5%	4.006,0	3.000	-25,1%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,8%	11,4%	1,15	1,15	-0,3%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,3%	4,7%	1,31	1,36	3,8%
EURGBP (price of 1 EUR)	1,5%	6,4%	0,88	0,85	-4,0%
USDCHF (price of 1 USD)	0,8%	-11,0%	0,81	0,87	7,7%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,0%	-0,8%	0,93	1,00	7,3%
USDJPY (price of 1 USD)	0,5%	-2,4%	153,45	150,0	-2,2%
EURJPY (price of 1 EUR)	-0,3%	8,8%	177,04	172,5	-2,6%
USDMXN (price of 1 USD)	1,2%	-10,9%	18,54	20,00	7,9%
EURMXN (price of 1 EUR)	0,4%	-0,7%	21,39	23,00	7,5%
USDBRL (price of 1 USD)	0,1%	-13,4%	5,35	5,40	0,9%
EURBRL (price of 1 EUR)	-0,6%	-3,6%	6,17	6,21	0,6%
USDARS (price of 1 USD)	1,4%	40,7%	1.450	1.000	-31,0%
USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	3,7%	88,69	86	-3,0%
CNY (price of 1 USD)	0,0%	-2,4%	7,12	7,50	5,3%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

La Fed aún podría recortar más los tipos en 2025 vista la volatilidad en los mercados

Cierre del Gobierno

El cierre del Gobierno federal ha entrado en su vigésimo día, sin indicios de que la situación vaya a resolverse en el futuro inmediato. Se mantiene el enroque de posiciones: los demócratas insisten en ampliar las subvenciones sanitarias en virtud de la Affordable Care Act, y los republicanos se oponen firmemente a ello. Mientras tanto, se ha mandado a casa a miles de empleados de la Administración federal (cuyos salarios se abonarán tras la reapertura). La amenaza del presidente Trump de despedir de forma permanente a numerosos trabajadores (hubo más de 4.100 despidos confirmados antes de que una orden judicial suspendiera de forma temporal la medida) ha añadido más incertidumbre.

Cuanto más se prolongue el cierre mayor será el perjuicio económico. La pérdida estimada de PIB ronda el 0,1% por semana debido principalmente a la pérdida de los salarios federales, al retraso en adquisiciones y suministros y a la reducción del consumo. Otra consecuencia importante es la suspensión de la publicación de datos económicos clave, que deja a los mercados con una visibilidad limitada de las tendencias a corto plazo.

Los indicadores adelantados apuntan a un debilitamiento gradual del mercado de trabajo, pese a mantenerse el nivel de actividad en su conjunto. Powell, presidente de la Reserva Federal, reafirmó en un discurso reciente la intención de la Fed de bajar de nuevo los tipos 25 pb en la reunión de su Comité de Mercado Abierto (FOMC) del 29 de octubre, haciendo referencia específica al lastre fiscal que supone el cierre y a la moderación de la inflación.

Renta variable

La temporada de publicación de los resultados empresariales del tercer trimestre ya ha comenzado. Las expectativas del consenso son, a 10 de octubre, de un crecimiento interanual de los beneficios del 8,5% para el S&P 500, frente al 7,3% previsto el 30 de junio. Las expectativas de crecimiento de los ingresos también han mejorado, pasando del 4,8% al 6,3%. Se prevé que las «Siete Magníficas» (las principales empresas tecnológicas y orientadas al crecimiento) registrarán un sólido crecimiento de los beneficios del 14,9%, frente a la media del 6,7% de las 493 empresas restantes.

De las empresas incluidas en el índice han presentado hasta ahora resultados el 12%; de ellas, el 86% ha batido las estimaciones de beneficios y el 84% las previsiones de ingresos. El sector financiero dio las mayores sorpresas positivas, tanto en beneficios por acción (BPA) como en ingresos, lo que ha contribuido con fuerza a impulsar los beneficios en su conjunto. La confianza del mercado sigue respaldada por el aguante de la rentabilidad de las empresas, aunque la inquietud por los niveles de valoración y la incertidumbre macroeconómica podrían limitar eventuales subidas adicionales.

Renta fija

Los mercados de deuda corporativa estadounidenses han afrontado renovadas presiones al haber confluído acontecimientos idiosincrásicos y preocupaciones de carácter más amplio sobre la liquidez. Los riesgos sistémicos siguen controlados, pero han surgido vulnerabilidades, sobre todo en segmentos de crédito de menor calidad y de préstamos al sector privado. El rápido crecimiento de las carteras de crédito al sector privado, a menudo al margen del perímetro regulatorio tradicional, ha suscitado dudas sobre los criterios de concesión de crédito y sobre el deterioro por relajación de las estipulaciones contractuales.

Algunos incidentes recientes, como los pagos de Tricolor (financiera del sector del automóvil que aplicando criterios de concesión laxos), First Brand (fabricante de piezas de recambio del automóvil acusado de irregularidades contables) y la exposición de los bancos regionales a fondos hipotecarios comerciales en dificultades, revelan la posible fragilidad de ciertos segmentos del mercado. Si bien por ahora parecen eventos aislados, sigue sin estar claro el grado de interconexión entre banca tradicional y prestamistas del sector informal, lo que requiere vigilar de cerca la evolución de la situación.

De cara al futuro la atención se centrará en los comunicados de la Fed y en si las condiciones financieras siguen relajándose lo suficiente como para compensar el lastre fiscal que conlleva el cierre de la Administración. El aguante de los balances empresariales y la estabilidad de los canales de crédito serán fundamentales para sostener la actual expansión.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): NEUTRAL

Deuda soberana (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 4,25%)

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

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL

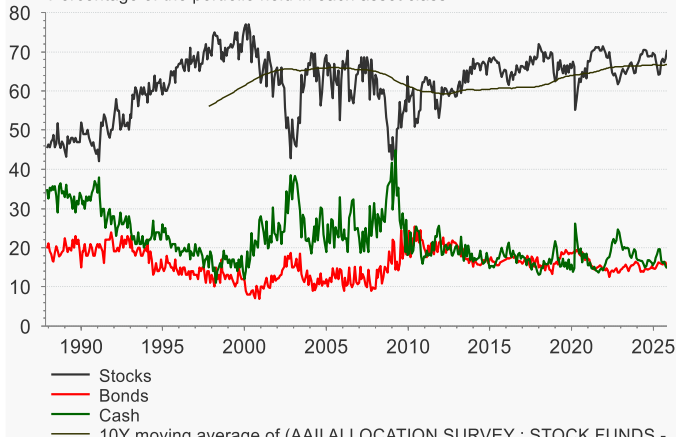
US price-to-earning ratio
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

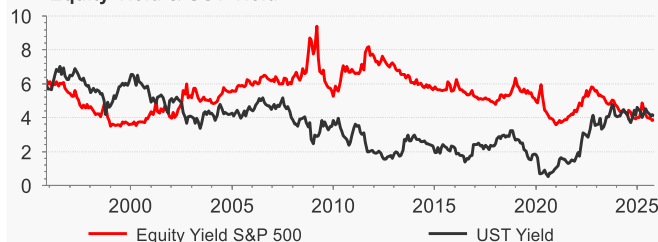
Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

Francia comienza a estabilizarse y, en líneas generales, Europa se adapta a los cambios en la dinámica global

Francia se aleja del precipicio, pero persisten riesgos fiscales y políticos

Después de que el segundo gobierno de Lecornu suspendiera la reforma de las pensiones y superara dos censuras parlamentarias, el país galo parece alejarse de escenarios que entrañaban mucho riesgo (elecciones anticipadas, dimisión de Macron). El nuevo gobierno se propone reducir el ratio déficit/PIB desde el 5,5% en 2025 al 4,7% el próximo año, con 17.000 millones de euros en recortes del gasto (especialmente en seguridad social) y 14.000 millones de euros en medidas para elevar los ingresos fiscales. Con todo, siguen suscitando preocupación la falta de soluciones duraderas, la debilidad política y las continuas rebajas de calificación crediticia (van tres en un año).

Por su parte, que China endureciera los requisitos para exportar minerales críticos y tierras raras afecta de forma importante a Europa y, en particular, a la industria alemana. En 2024 Alemania absorbió casi una quinta parte de las exportaciones chinas de imanes permanentes que contienen tierras raras, y el porcentaje importado en 2025 será mayor. La prohibición general de exportar tierras raras destinadas al sector militar compromete los planes de inversión alemanes. Si bien algunas grandes empresas disponen de reservas suficientes para varios años, la situación es bien otra en la mayoría de pequeñas y medianas empresas.

Factores políticos

Factores alcistas. 1) El impulso fiscal alemán, mayor en 2026 de lo esperado, que compensa el gasto que no se hizo en 2025; 2) propuestas de reformas de pensiones e inversiones (Unión del ahorro y la inversión) que van en la dirección correcta; 3) el objetivo de la UE de reducir en un 25% la burocracia aliviaría la carga regulatoria.

Factores bajistas. 1) La guerra híbrida con Rusia, que parece tantear los límites de la OTAN; 2) fragilidad política y económica del bloque en un mundo multipolar y más competitivo; 3) Francia podría seguir siendo el «enfermo crónico» de Europa.

Factores macroeconómicos

Factores alcistas. 1) El gasto de consumo podría superar las previsiones gracias a la firmeza del mercado laboral, sin perjuicio de que la tasa de ahorro siga alta; 2) la inflación seguiría controlada pese al repunte de septiembre (2,4% interanual subyacente); 3) la confianza industrial se está recuperando; 4) los precios de la vivienda están subiendo.

Factores bajistas. 1) Las expectativas de crecimiento del PIB son moderadas, sin revisiones al alza por inversión en IA habituales en otras regiones; 2) aún no se aprecia cambio de tendencia en los datos de producción industrial ni las ventas minoristas definen tendencia; 3) la imperativa consolidación fiscal del Reino Unido permeó los debates presupuestarios previos al *Autumn Statement* de noviembre.

Mercados de renta fija

Factores alcistas. 1) La acentuada curva de tipos crea oportunidades al reinvertir plusvalías cerca del vencimiento (*roll-down*); 2) con los tipos de depósito del BCE en niveles neutrales, el listón para una mayor flexibilización es alto; 3) el Banco de Inglaterra, ante el mayor desempleo, previsiblemente volverá a recortar tipos.

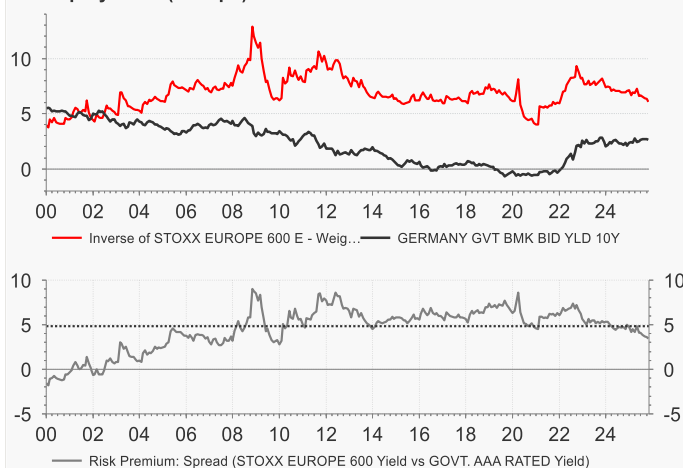
Factores bajistas. 1) El BCE parece hallarse donde quería, sin perspectivas de flexibilización adicional; 2) el aumento de la oferta de deuda por la expansión fiscal alemana o para financiar necesidades de defensa de otros países podría llevar a los inversores a exigir primas por plazo más altas.

Mercados de renta variable

El índice MSCI Europe se revalorizó en septiembre un 1,5% y, pese al débil impulso de las revisiones de resultados, octubre también resultó satisfactorio. En las últimas semanas el mercado ha estado impulsado por los sectores de materias primas, consumo, servicios públicos y salud, siendo los sectores automovilístico y financiero los únicos en encajar retrocesos.

La temporada de presentación de resultados está comenzando, esperándose que para finales de noviembre lo hayan hecho el 68% de los componentes del STOXX Europe 600. El listón del tercer trimestre de 2025, de crecimiento de los beneficios del 0,5% interanual, es relativamente bajo (fue del 1,2% en el segundo trimestre). Las revisiones a la baja superan claramente la media de 2019-2024 y varias advertencias tempranas de que los resultados serían inferiores a los anticipados empañó el ánimo. Los sectores financiero, bancario y de viajes y ocio fueron los más destacados en los últimos tres meses, mientras que automoción, consumo discrecional y químico quedaron rezagados. El crecimiento previsto del beneficio por acción (BPA) del MSCI Europe se sitúa en -1,5%, reflejando una absorción de aranceles, al menos hasta ahora, superior a la prevista y efectos persistentes del tipo de cambio derivados de la renovación de posiciones de cobertura.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

De cara al futuro reiteramos que las expectativas de crecimiento del BPA para 2026 del consenso del 12,7% para Europa pecarían de optimistas y que también siguen pareciéndonos exigentes las del 14% para EE.UU.

El IBEX 35 español sigue contándose entre los índices desarrollados con mejor comportamiento en lo que va de año; en concreto, desde principios de septiembre bate al MSCI Europe en unos 100 pb. El liderazgo sectorial ha pasado de bancos a tecnología, materiales, servicios públicos y bienes de consumo discrecional, lo que refleja una ampliación de los motores de crecimiento del mercado más allá del sector financiero.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

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

La frágil tregua que se perfila entre EE.UU. y China deja a los mercados expuestos a una estabilidad precaria

Tras reactivarse las tensiones entre EE.UU. y China los mercados sopesan la volatilidad a corto plazo frente a un ciclo alcista estructural

La renovada escalada de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China desde finales de septiembre ha lastrado los mercados mundiales, en particular el chino. Por ejemplo, ante una bajada de precios del petróleo del 9% el índice MSCI China retrocedió un 4%, mientras que el Nasdaq ganó un 1,5%, una divergencia probablemente relacionada con el fuerte repunte de la renta variable china a principios de año. La corrección de octubre plantea la cuestión de si el deterioro de las relaciones bilaterales realmente justifica tal reacción del mercado o si, por el contrario, estos episodios de volatilidad siguen entrañando oportunidades dentro de un ciclo alcista estructural a más largo plazo. La atención de los inversores se centra ahora en las relaciones entre Washington y Pekín, en un momento en que China utiliza como arma geoeconómica su dominio en la cadena de suministro de tierras raras. La dirección que tomen ambas potencias determinará si el episodio actual conduce a una distensión negociada si da paso a una fase más prolongada de fricciones con importantes implicaciones no solo para el mercado chino, sino también para las materias primas, las divisas y el sector tecnológico.

Escenarios posibles en la evolución de las relaciones sino-estadounidenses

1. Desescalada negociada: ALTA PROBABILIDAD. Prevemos una desescalada entre las dos potencias, al reconocer ambas el elevado coste político y económico de un ulterior deterioro. Una reunión amistosa entre Trump y Xi en Seúl a finales de octubre reforzaría la percepción de que existe voluntad de cooperar y ayudaría a estabilizar los mercados. En este escenario, el renminbi (y posiblemente el yen) se apreciaría, el rendimiento de los bonos de EE.UU. con vencimientos más largos se elevaría levemente, la cotización de los metales preciosos podría experimentar una corrección y el petróleo y las acciones chinas probablemente se recuperarían. La eventual suavización de restricciones a los semiconductores podría deparar ganancias importantes a los fabricantes de equipos del sector.

2. Confrontación estratégica: PROBABILIDAD BAJA. En este escenario China mantendría una postura firme, aprovechando años de preparación (desde la prohibición de sus *chips* en 2018) para desvincular sus cadenas de suministro de Occidente. Ahora está en condiciones de ejercer una presión significativa sobre la economía estadounidense, cuyos sectores militar e industrial siguen dependiendo de tierras raras chinas. Pekín se resistiría a cualquier concesión hasta que pudiera obtener una victoria importante (como el levantamiento de las restricciones a sus semiconductores). Con todo, la probabilidad de una escalada total se ve limitada por la prioridad fundamental de China: preservar la estabilidad social y económica.

3. Escalada en la «guerra de los chips»: PROBABILIDAD BAJA. El Gobierno estadounidense intensificaría la presión restringiendo aún más el acceso de China a semiconductores avanzados. La probabilidad de una escalada total también es limitada, ya que el resultado sería bastante negativo por cuanto los fabricantes de *chips* y contratistas militares occidentales bien podrían enfrentarse a interrupciones del suministro al limitárseles el acceso a tierras raras chinas, al tiempo que el envío de armas estadounidenses a Ucrania e Israel se vería comprometido. Dada la gran influencia del *lobby* de defensa estadounidense este escenario se considera el menos probable.

Una tregua frágil: los mercados se preparan para una estabilidad precaria

En suma, el resultado más probable sería un cierto compromiso que redujera las tensiones pero dejase sin resolver la cuestión de las tierras raras, lo que seguirá representando un riesgo estructural para numerosas industrias de todo el mundo.

Comprender el pasado para prever el futuro

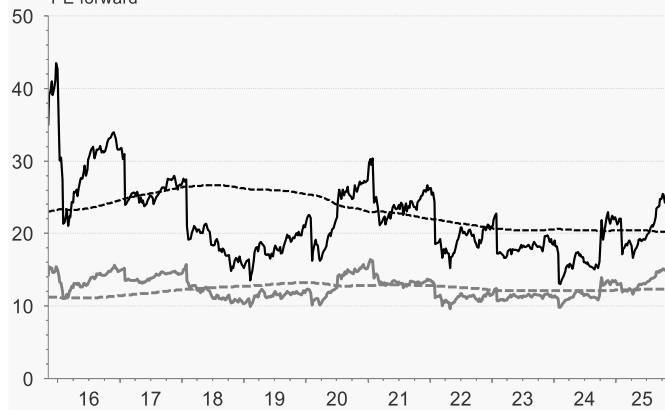
El embargo estadounidense de semiconductores en 2018 obligó a China a un cambio de política importante por el que redirigió su capital, tanto humano como financiero, hacia prioridades nacionales en materia de tecnología y seguridad. Con ello enfiló un prolongado periodo de bajas rentabilidades bursátiles, no solo porque los accionistas rara vez celebran que se pida a sus empresas prestar un «servicio nacional», sino porque no estaba claro que la industria china pudiera mantener su competitividad sin acceso a *chips* de importación más avanzados.

Las preguntas clave que aún nos planteamos son dos.

1. La primera se refiere a la capacidad de China para desarrollar su propia tecnología de semiconductores avanzados y competir al mismo nivel que Occidente no solo en tecnología, sino también en industria y servicios. Pensamos que es algo que está por demostrar. Que un solo país pueda montar una industria de semiconductores plenamente integrada y eficiente es prácticamente imposible. Para ello sería necesario que contase con empresas punteras y competitivas a nivel mundial en múltiples segmentos: entre otros, en automatización de diseño electrónico, núcleos de propiedad intelectual de semiconductores, arquitectura de

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward



— SHANGHAI SSE A - PE FY1 Fiscal Period
— IBES SHENZHEN A - PE FY1 Fiscal Period

Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



— MSCI China / MSCI World — MSCI China / MSCI US

Source: LSEG Datastream / ANDBANK

chips, memoria, almacenamiento, fundiciones especializadas, validación inicial y procesamiento de obleas, montaje final, obleas de silicio, productos químicos ultra puros y empaquetamiento avanzado. En cada una de estas áreas tan solo una o dos empresas en todo el mundo, de distintos países, han alcanzado liderazgo mundial tras décadas de investigación, protegidas por profundas barreras competitivas.

2. La segunda se refiere a la disposición de los directores ejecutivos estadounidenses a abrir fábricas en el país cuando sus cadenas de producción dependen de tierras raras o imanes chinos, unos insumos críticos cuya disponibilidad es ahora más incierta que nunca. En un mundo en el que componentes esenciales pueden desaparecer con un solo *tuit*, ¿optarán esos directivos por la cautela y pospondrán las grandes decisiones de inversión? Es alentador escuchar a Jamie Dimon, director ejecutivo de JPMorgan, anunciar un plan de 1,5 billones de dólares dirigido a reforzar las industrias críticas de EE.UU., centrándose en cuatro sectores clave: tecnologías avanzadas, cadenas de suministro, defensa y energía. Sabiendo que este potente banco de inversión financiará la iniciativa, la siguiente pregunta es si habrá demanda real de crédito en esos sectores, es decir, si los préstamos irían a construir fábricas o a recomprar acciones.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

JAPÓN

Estímulo y estabilidad: las medidas *abenómicas* de Takaichi frente al reto que afronta el mercado de bonos

Las noticias de fraudes crediticios en EE.UU. minaron la confianza del mercado

Los índices de referencia se movieron a la baja en los últimos días, reflejando la debilidad generalizada de los mercados de EE.UU. al ir a más la preocupación por su sector bancario tras revelar Zions Bancorp y Western Alliance Bancorp pérdidas relacionadas con fraudes crediticios. Las tecnológicas japonesas cayeron, al igual que la mayoría de sectores, ante las desalentadoras señales procedentes de EE.UU. Las renovadas preocupaciones crediticias surgieron justo cuando la confianza en el mercado japonés comenzaba a estabilizarse tras haberse afianzado las expectativas de una resolución política a corto plazo, en concreto con la formación de una coalición entre el Partido Liberal Democrático (PLD) y el Partido de la Innovación de Japón (JIP) que haría más que probable que Takaichi resultara elegida como primera ministra de Japón en la votación parlamentaria del 21 de octubre.

Sanae Takaichi, presidenta del PLD y primera mujer primera ministra de Japón

Takaichi se ha posicionado como candidata favorable al crecimiento que busca recuperar elementos clave del programa económico de Shinzo Abe con medidas que promueven un potente estímulo fiscal, inversión pública estratégica y un entorno monetario acomodaticio.

Postura fiscal. Takaichi aboga abiertamente por reducir el impuesto sobre la renta, realizar pagos directos en efectivo a los hogares y elevar el gasto público en sectores clave como empleo, infraestructuras y tecnologías avanzadas (incluidos semiconductores e inteligencia artificial). Al mismo tiempo, ha mostrado ser consciente de los riesgos fiscales al afirmar que la emisión de deuda pública adicional solo estaría justificada «si fuera realmente necesaria».

Postura monetaria. Sin criticar abiertamente al Banco de Japón (BoJ), favorece claramente una política monetaria acomodaticia al apoyar un entorno en el que los bajos tipos de interés y el respaldo del banco central siguieran promoviendo una política orientada al crecimiento.

Geopolítica. Su agenda también fomenta una seguridad económica que implicaría invertir en producción nacional para depender menos de China en sus cadenas de suministro.

Divisas. La divergencia de políticas con la Fed de EE.UU. y el BCE y la continuidad de la postura acomodaticia del BoJ propiciarían una depreciación del yen que favorecería a las empresas orientadas a la exportación.

Orientación general pro mercado en materia de política económica

La postura macroeconómica de Takaichi es reflacionista y favorable al mercado en el corto plazo, con un sesgo hacia el estímulo y el crecimiento impulsados por el Estado. El impacto en los mercados puede ser positivo, al combinar una agenda fiscal favorable al crecimiento con la continuidad del respaldo monetario, una combinación que los mercados de valores acogerían favorablemente, sobre todo en sectores vinculados a infraestructuras, tecnología e industrial. Las expectativas de una mayor inversión pública pueden beneficiar a la renta variable japonesa, especialmente a las empresas que dependen de la demanda interna y a las expuestas a semiconductores, defensa e infraestructuras digitales. La confianza de los inversores extranjeros probablemente también mejorará al disiparse la incertidumbre política e ir tomando forma una narrativa de reformas coherente.

Ahora bien, conviene distinguir tres períodos. 1) En el corto plazo, el esperado estímulo fiscal, la postura monetaria acomodaticia y los planes de inversión favorables a la tecnología deberían prestar respaldo a los activos de riesgo y sostener la confianza en Japón. 2) A medio plazo, la prueba decisiva estará en la ejecución: la aplicación eficaz de esas políticas permitiría a Japón iniciar una fase de inversión interna sostenida y actualización tecnológica que los mercados sabrían recompensar. 3) En el largo plazo los riesgos aumentarían en el caso de que la deuda pública creciera de forma insostenible, el yen se debilitase en exceso o resurgieran presiones inflacionistas al margen de alzas salariales. Desde una perspectiva de gestión de carteras, el mandato de Takaichi podría abrir una ventana táctica para elevar la exposición a la renta variable japonesa, en especial en sectores alineados con su agenda política (tecnología, defensa, infraestructuras), sin dejar de prestar atención a la volatilidad del tipo de cambio y al riesgo de los bonos del Estado (JGB) con vencimientos más largos.

Riesgos y obstáculos

Un mayor gasto fiscal que no se acompañase de medidas creíbles de consolidación fiscal entrañaría riesgos a largo plazo. Emitir más deuda suscitara inquietud por su sostenibilidad, sobre todo si los rendimientos a nivel mundial aumentasen, ya que esto sometería a presión a los bonos del Estado japonés y disminuiría el apetito de los inversores extranjeros. Una depreciación del yen, si bien favorecería al sector exportador, elevaría la inflación importada, sobre todo en los sectores de energía y alimentación, lo que erosionaría el poder adquisitivo de los hogares y estrecharía los márgenes de empresas orientadas al mercado interno. Además, si el gobierno de coalición de Takaichi se revelase frágil en apoyos políticos, los mercados reevaluarían rápidamente la credibilidad de su agenda económica. El optimismo del mercado podría resultar prematuro si la ejecución de las políticas se tambalease o se estancase por el enfrentamiento entre facciones del PLD.

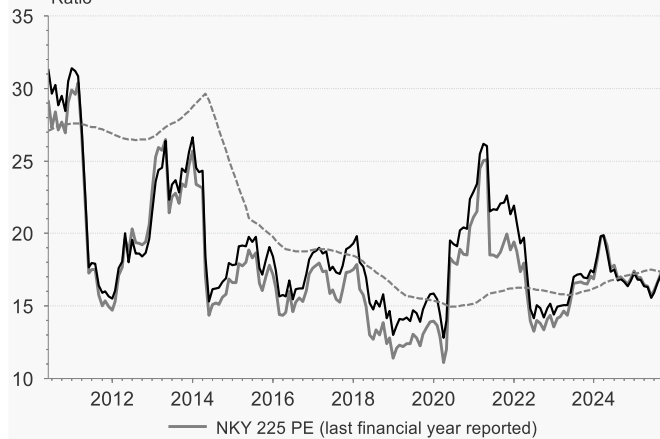
Coalición entre PLD y JIP

Hirofumi Yoshimura, copresidente del JIP, manifestó que se había llegado a un acuerdo de base con el PLD sobre los 12 puntos de su programa y que, en consecuencia, formarían una coalición, lo que garantizaría que Takaichi resultara elegida primera ministra. El PLD no ha aceptado la propuesta clave de suspender por dos años el impuesto sobre el consumo aplicado a productos de alimentación.

El mercado de JGBs afronta el mayor exceso de oferta neta en dos décadas

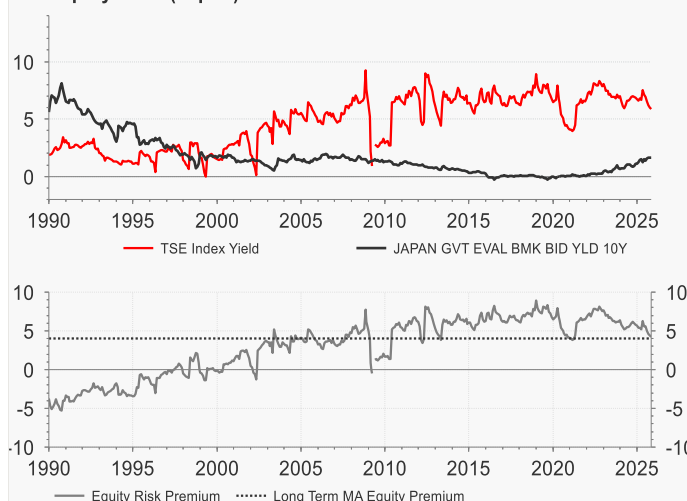
El artículo central de Nikkei consideraba las perspectivas de la oferta y la demanda de bonos del Estado japonés ante la retirada gradual del mercado del BoJ. Su conclusión principal era que los rendimientos aumentarían (quizás de forma acentuada) si la demanda del sector privado resultara insuficiente para absorber la oferta.

Japan Nikkei 225 price / earnings
Ratio



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Según estimaciones de Takata, miembro del consejo de gobierno del BoJ, la nueva oferta emitida al sector privado se disparó a 42,5 billones de JPY (283.000 millones de USD) en el año fiscal 2025, lo que supone un aumento del 77% respecto al año anterior; en cuanto al año fiscal 2026, la emisión se aceleraría hasta rondar los 64 billones de JPY registrados en 2004. Sin embargo, en ese año una gran parte de la oferta se destinó a la caja de ahorro postal y al predecesor del Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno (GPIF), por lo que la cantidad neta destinada a bancos y otros inversores privados fue menor.

Takata sostiene que ahora sería el «momento ideal» para subir los tipos

Takata, que fue el segundo voto disidente en la reunión de septiembre del comité de política monetaria del BoJ, se refirió a las conclusiones positivas del informe Tankan como prueba clara de que los efectos de los aranceles estadounidenses habían sido limitados. Basándose en una amplia gama de datos, Takata no apreció motivo de alarma en el resultado de cuatro pruebas principales: (1) efectos adversos sobre la inversión empresarial en activo fijo, (2) notable ralentización de las exportaciones, (3) descenso en los beneficios empresariales que compromete el crecimiento salarial, y (4) apreciación del yen. Una vez esfumada la incertidumbre sobre las perspectivas arancelarias, «el momento ideal para subir los tipos de interés oficiales sería ahora».

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): NEUTRAL

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

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

INDIA

La vinculación entre el yuan y la rupia podría impulsar el próximo mercado alcista de la India

Un acuerdo rupia-yuan transformaría los mercados e impulsaría la renta variable al abaratar la financiación y ampliar los márgenes empresariales

Ha surgido un factor cuya importancia podría ser decisiva y que algunos describen como uno de los acontecimientos más importantes de la década. Al parecer, está pidiéndose a los importadores indios de petróleo ruso que liquiden sus compras en renminbi. Esto lleva a preguntarse si acaso la moneda china no estaría a punto de convertirse en moneda de reserva, sustituyendo al dólar estadounidense. Para nada. Ahora bien, cuando un importador liquida sus transacciones en la moneda de otro país, eso a menudo indica una cooperación más estrecha entre los bancos centrales de ambos países, por lo general mediante el establecimiento de líneas bilaterales de swaps de divisas. La operativa sería la siguiente: el Banco Popular de China (PBoC) deposita, por ejemplo, 700.000 millones de RMB (unos 100.000 millones de USD) en el Banco de Reserva de la India (RBI), el cual a su vez deposita el importe equivalente en rupias (8,6 billones de INR) en el banco central chino. Este acuerdo permitiría a India utilizar el renminbi para pagar importaciones de petróleo ruso y a las empresas chinas utilizar rupias obtenidas del PBoC para financiar proyectos de infraestructura en India. Cuando dos países establecen relaciones monetarias a largo plazo de este tipo los tipos de interés a largo plazo de ambos tienden a converger. En la actualidad el rendimiento de los bonos del Estado chino a 10 años es del 1,8%, frente al 6,3% de sus homólogos indios. Si la convergencia se materializase podría acabar impulsando con fuerza los activos de deuda indios a largo plazo e implicar una reducción significativa en los costes de financiación, mayores márgenes empresariales y un impulso estructural a la renta variable india. La efectiva convergencia de los rendimientos indios hacia niveles chinos sería señal clara de que el mercado bursátil indio acabaría beneficiándose de todo esto, ya que significaría que los tipos de interés a largo plazo y el coste de financiación en India habrían entrado en una fase de descenso estructural.

La señal que emite la ratio entre renta variable y oro se ha puesto en verde: los inversores indios se aprestan a rotar hacia las acciones

El inversor indio típico considera el oro reserva de valor y también como referencia de valoración: solo cambia el oro por acciones cuando la cotización del mercado bursátil está al menos una desviación típica por debajo de la del oro. Siendo tan importantes los activos de reserva de valor en India, un país en el que la inflación ha sido un problema persistente en el pasado, conviene examinar el patrón entre ambos activos, oro y acciones, y las implicaciones para su comportamiento relativo en el futuro. La rentabilidad total del índice MSCI Equity India expresada en USD, dividida entre el precio del oro, revela en efecto un patrón claro a largo plazo. La relación entre ambos activos se ha mantenido bastante estable a lo largo del tiempo, rondando su media histórica 90. Cuando la ratio supera 110-115, los inversores tienden a vender acciones indias y comprar oro; cuando cae por debajo de 70, hacen lo contrario. En la actualidad la ratio está en 68, lo que apuntaría a que numerosos inversores indios, tras acumular buenas plusvalías en oro, podrían estar disponiéndose a convertir parte de sus beneficios en acciones. Los gestores indios están aconsejando a los inversores extranjeros plantearse hacer lo mismo.

Los sólidos datos macroeconómicos, recientes recortes del impuesto sobre bienes y servicios (GST) y los flujos de inversión internos continúan siendo factores favorables estructurales

Con todo, las ganancias se han visto limitadas hasta ahora por medidas de política adoptadas por EE.UU., entre ellas el incremento de las tasas de los visados H1-B y nuevos aranceles sobre medicamentos de marca. El índice de precios al consumo (IPC) ascendió a 2,1%, pero sigue cómodamente bajo control, lo que permite al RBI aplicar una política acomodaticia. La inflación subyacente se sitúa en 4,2%. Como nota positiva, los precios del crudo NYMEX cayeron un 2,6% en el mes y 8,5% interanual, lo que proporciona un notable apoyo a la economía y los mercados indios. Según los últimos datos del RBI, las reservas de divisas de la India rondaron los 702.500 millones de USD, unas de las mayores del mundo, lo que permite al mercado indio resistir mejor perturbaciones externas. En cuanto a los flujos de inversión, los inversores extranjeros siguieron siendo en septiembre vendedores netos de acciones (2.700 millones de USD), mientras que los inversores nacionales fueron compradores netos de acciones en el mes por valor de unos 7.400 millones de USD.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR

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

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

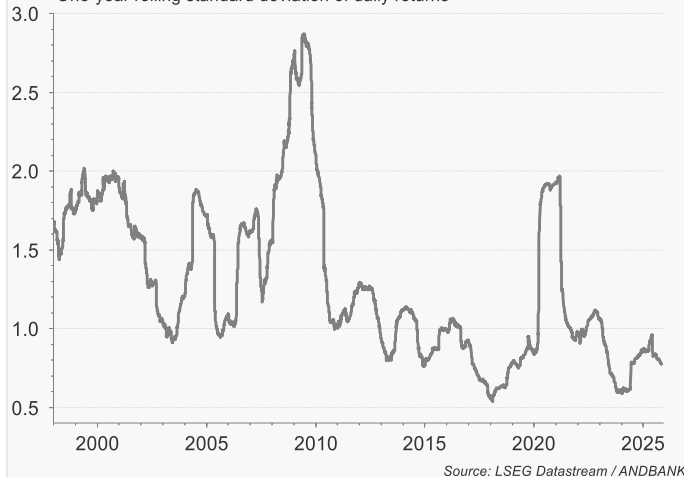
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 86)

PE (ltm) - India
MSCI India



India NIFTY 50 realised volatility

One-year rolling standard deviation of daily returns



Indian stocks relative to gold

Rebase to 100





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

ISRAEL

Volver a respirar: recuperación, riesgo y renovación tras dos años turbulentos

Dejar atrás la sombra de la guerra

Tras dos de los años más difíciles de la historia de Israel, el país puede por fin empezar a respirar de nuevo. El final de la guerra se ha llevado consigo gran parte del peso que lastimaba la economía, permitiendo a los israelíes mirar hacia delante y esperar un regreso a la normalidad. Sin embargo, este optimismo trae consigo complejas cuestiones económicas.

Resiliencia económica y coste fiscal

La economía israelí exhibió notable resiliencia durante el conflicto, reflejo de la solidez estructural consolidada durante las tres últimas décadas. Estos sólidos cimientos permitieron al Gobierno movilizar ingentes recursos para satisfacer las necesidades militares y humanitarias. Aun así, el coste fue significativo: el PIB nominal per cápita cayó en el segundo trimestre de 2025 a su nivel más bajo desde 2022 y, en términos reales, el descenso fue aún más acusado.

Financiar la guerra exigió una importante expansión presupuestaria que disparó la deuda pública del 60% al 70% del PIB. A diferencia de lo sucedido en la época pospandémica, cuando la ratio deuda/PIB retornó pronto a los niveles anteriores a la crisis, esta vez bien podría estabilizarse cerca del nivel más elevado.

Optimismo del mercado y retos políticos

Pese a estos desafíos, los inversores mantienen un optimismo sorprendente. El rendimiento de la deuda pública a 10 años bajó del 4,2% antes de la guerra al 3,95%, lo que pone de manifiesto expectativas de una rápida recuperación. Ahora, que Israel cumpla o defraude éstas dependerá de las decisiones económicas y políticas que se adopten.

Al respecto serán determinantes los presupuestos del Estado para 2026, que aún no se han presentado debido al contexto de parálisis política y elecciones a la vuelta de la esquina. Por lo que respecta a la política monetaria, la mejora de la inflación y la reducción de los riesgos para la seguridad aumentan la probabilidad de un recorte de tipos en noviembre. Si la inflación se situase en torno al 2,25% y el tipo real rondase el 1,5%, el tipo de interés de referencia podría bajar hasta aproximadamente el 3,75%.

El reciente recorte de tipos de la Reserva Federal (Fed) ha fortalecido el shekel, impulsado tanto por el optimismo como por las entradas de capital. Ahora bien, si la Fed acelera su ciclo de relajación el Banco de Israel podría tener que seguirla para evitar una apreciación excesiva de la moneda.

Exportaciones y oportunidades geopolíticas

Las exportaciones continúan siendo cruciales. Las del sector militar y de defensa previsiblemente aumentarán, respaldadas por avances tecnológicos desarrollados durante la guerra y por la firme demanda de Europa Occidental y algunas regiones de Asia. Sumadas a las exportaciones de su importante sector tecnológico, esta actividad exportadora podría reforzar la apreciación del shekel, lo que supondría un reto para los responsables de elaborar las políticas.

Al mismo tiempo, los cambios geopolíticos podrían remodelar el contexto regional. Un acuerdo que normalizase relaciones con Arabia Saudí o Indonesia aportaría beneficios económicos enormes y podría transformar el comercio, la inversión y la cooperación en materia de seguridad en todo Oriente Medio.

Perspectivas de inversión

El mercado de renta fija en su conjunto podría estar pecando de optimista y el reciente repunte está comprimiendo los rendimientos y limitando la rentabilidad. Mantenemos una exposición significativa al mercado israelí, en particular a su sector financiero y en empresas operativas en todo el mundo de los sectores de semiconductores, defensa y energías renovables.

Tras descender a un abismo inimaginable hace dos años, Israel ha resurgido con fuerza excepcional. La recuperación posibilita una cooperación y un crecimiento regionales sin precedentes, a condición de que los responsables políticos actúen con sensatez y determinación.

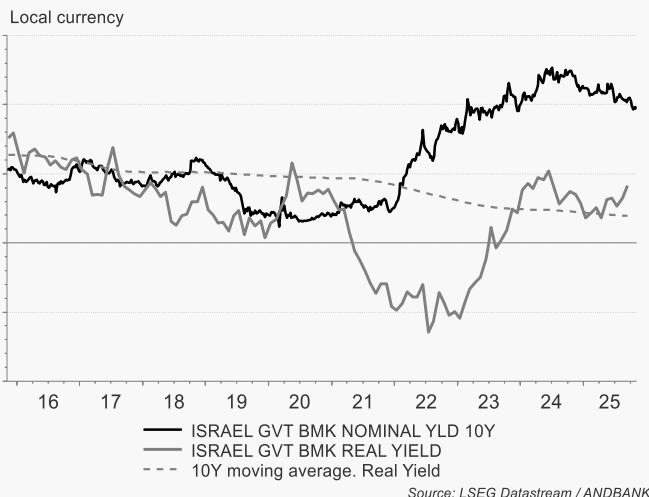
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



Israel Shekel
Spot & REER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

BRASIL

La actividad económica se modera, pero el banco central mantiene en suspenso su política de tipos de interés

La política monetaria sigue siendo muy restrictiva

El Banco Central de Brasil (BCB) mantiene un sesgo de política manifiestamente restrictivo. En recientes declaraciones de miembros del Copom brillaban por su ausencia las indicaciones de que hubiera intención de recortar tipos, pese a que el mercado parece estar anticipando en la formación de precios que la primera bajada de tipos podría producirse en el primer trimestre de 2026. El horizonte de política de la autoridad monetaria en el que la inflación retomaría a su objetivo se ha ampliado al primer trimestre de 2027. Para entonces el modelo del BCB prevé una inflación de los precios al consumo (IPCA) del 3,4% interanual. Dado que el objetivo oficial es del 3% $\pm$ 1,5 pp, la inflación se situaría cerca del punto medio del rango objetivo. Una de las razones por las que la inflación prevista del modelo no se ha moderado más es que el banco central revisó al alza su estimación de la brecha de producción actual, que indica que la actividad económica sigue siendo más fuerte de lo anticipado. A nuestro juicio, parte de la postura conservadora del BCB refleja su determinación de anclar firmemente las expectativas de inflación. Con todo, apreciamos margen para iniciar un ciclo de relajación gradual en 2026. Nuestra previsión de base supone una reducción de 300 pb del tipo Selic, que pasaría del 15% al 12%. Para que fuera factible acometer recortes mayores el Gobierno tendría que demostrar un compromiso más firme con estabilizar la ratio deuda/PIB.

La actividad da muestras claras de enfriamiento

El IBC-Br, un indicador mensual del PIB, sigue apuntando a una ralentización de la actividad económica. Aunque el indicador repuntó en agosto tras registrar tres descensos consecutivos, es probable que al repunte contribuyeran factores temporales. Aunque en términos interanuales el indicador apenas cambió, el dato acumulado de los últimos 12 meses sigue desacelerándose. El Gobierno inyectó en julio unos 70.000 millones de reales en la economía al tener que liquidar ciertos pagos por orden judicial (*precatórios*), un acontecimiento puntual que probablemente influyó en algunas de las recientes mejoras a corto plazo. Aun así, encuestas más recientes apuntan a que la actividad siguió moderándose en septiembre. Con unos tipos de interés todavía muy elevados, el endeudamiento de los hogares ha aumentado, en línea con el deterioro de la renta disponible. Las tasas de morosidad aumentan y las condiciones crediticias se endurecen. El mercado laboral sigue ajustado, con el desempleo en mínimos históricos. Con todo, datos recientes indican cierta estabilización tanto en los niveles de empleo como en la tasa de actividad. La cuestión que se plantea es si el mercado laboral iniciará un lento deterioro. Unos datos de actividad más débiles en los próximos meses facilitarían que el banco central empezara a relajar su política restrictiva.

A un año de las elecciones presidenciales

Dentro de un año se celebrarán las elecciones generales y el presidente Lula da Silva previsiblemente aspirará a un cuarto mandato. En el centro-derecha el panorama político continúa siendo variable. El expresidente, Jair Bolsonaro, fue declarado inelegible y recientemente se le condenó a prisión por su implicación en el intento de golpe de Estado de enero de 2023, por lo que la oposición de derechas aún está definiendo quién podría ser el principal contrincante de Lula. Persisten las especulaciones sobre a quién apoyará Bolsonaro, ya que su base de apoyo representa una parte significativa del electorado. Entre los posibles candidatos de centro-derecha figuran gobernadores de varios estados: Ratinho Júnior (Paraná), Ronaldo Caiado (Goiás) y Romeu Zema (Minas Gerais), todos ellos populares en sus estados, pero con un escaso reconocimiento nacional. El gobernador de São Paulo, Tarcísio de Freitas, también es una figura clave, y las encuestas sugieren que podría ser el aspirante más competitivo de la centro-derecha, pero resulta poco probable que se presente sin el respaldo explícito de Bolsonaro. En caso de no surgir un líder claro el voto de centro-derecha podría fragmentarse en la primera ronda electoral. Para los mercados financieros, la campaña electoral de 2026 reviste gran trascendencia y se considera de hecho un acontecimiento determinante para las perspectivas económicas de Brasil. Una victoria del partido gobernante significaría continuidad —percibida por muchos como un escenario más complicado para la consolidación fiscal—, mientras que una victoria de la oposición podría generar expectativas de un programa más reformista. Independientemente del resultado, los acontecimientos políticos del próximo año influirán cada vez más en la confianza de los mercados y en los precios de los activos.

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.: 250 pb; rend. obj.: 6,75%)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,40)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)





MÉXICO

Banxico mantiene los recortes de tipos de interés al dar prioridad a desactivar los riesgos para el crecimiento

Política monetaria

El Banco Central de México (Banxico) volvió a bajar el tipo de interés de referencia; lo hizo en 25 pb, en contraste con los recortes de 50 pb practicados en las tres primeras reuniones del año. La postura general sigue siendo acomodaticia, ya que sus decisiones de política siguen haciendo hincapié en el riesgo de desaceleración económica que se viene observando desde principios de 2025. Cabe señalar que el mandato de la institución se centra exclusivamente en la estabilidad de precios; no obstante, ha mostrado creciente flexibilidad en este aspecto, incluso bajando los tipos mientras elevaba las previsiones de inflación subyacente para próximos trimestres. Con anterioridad Banxico había justificado los recortes de tipos con la alegación de que el tipo real *ex ante* era restrictivo en comparación con el pasado. Sin embargo, tras una flexibilización acumulada de 175 pb, la diferencia entre ese tipo y el neutral se ha reducido significativamente. La decisión de seguir recortando tipos responde ahora a expectativas de convergencia de la inflación en el segundo trimestre de 2026 hacia su objetivo a largo plazo.

Actividad económica e inflación

La inflación general se elevó en septiembre del 3,57% al 3,76%, reflejo del repunte de componentes más volátiles de los precios que antes favorecieron la dinámica inflacionista, en particular tras la expiración de subvenciones a la electricidad y el encarecimiento de los productos agrícolas. Persiste la inflación subyacente, que se sitúa 28 pb por encima del límite superior del rango de tolerancia a largo plazo de Banxico (3% $\pm$ 1,5 pp). En cuanto al crecimiento, los principales catalizadores del PIB se concentran en el sector exportador, mientras prosiguen las negociaciones para reducir el *arancel del fentanilo* (del 30%). También cabe esperar que tras un periodo de debilidad vaya afianzándose gradualmente el consumo privado, cuya recuperación se ve entorpecida por la infra ejecución del gasto público. En el lado negativo, la producción industrial ha disminuido en el último año y la inversión bruta en capital fijo lleva estancada desde mediados de 2024.

Política fiscal y comercial

La prórroga anunciada a principios de agosto para negociar la reducción del *arancel del fentanilo* expirará durante la primera semana de noviembre. Se espera que se alcance un acuerdo que permita a México conservar su estatus comercial preferencial, manteniendo un nivel arancelario efectivo no superior al 5%. México también está estudiando imponer aranceles de alrededor del 20% a importaciones procedentes de China, que representan una gran parte de los bienes intermedios en varias cadenas de suministro manufacturero.

La recién aprobada Ley de Ingresos introduce impuestos especiales más elevados sobre varios productos, entre ellos las bebidas azucaradas, bebidas edulcoradas, electrolitos de sabores, cigarrillos, videojuegos violentos y actividades de apuestas *online*. Además, la retención a cuenta sobre los ingresos por intereses reales procedentes de inversiones en deuda aumentó del 0,50% al 0,90%.

Mercados financieros

Renta variable. Tras una importante recuperación en 2025, que siguió a un periodo de notable infravaloración frente a sus homólogas internacionales y respecto a sus propios niveles medios históricos, el mercado bursátil mexicano sigue ofreciendo un atractivo potencial alcista. La diferenciación positiva del país en un entorno de cambio en la dinámica del comercio mundial y la ausencia de factores de riesgo internos han respaldado la revalorización de los activos denominados en pesos y mejorado la confianza de los inversores en el mercado mexicano.

Renta fija. El diferencial entre el bono mexicano a 10 años denominado en pesos y el bono del Tesoro estadounidense se sitúa en 477 pb, por debajo de la media de 12 meses de 520 pb. Esperamos que este diferencial siga rondando los 500 pb, en consonancia con la trayectoria prevista de la política monetaria y recientes ajustes de los rendimientos estadounidenses a largo plazo. En el caso del bono mexicano en dólares, el diferencial con el Treasury se ha estrechado aún más, situándose en 155 pb, si bien nuestra previsión a medio plazo se mantiene en 200 pb.

Tipo de cambio. El peso ha seguido mostrando notable resiliencia y ha cotizado dentro del rango de 18,30-18,50 unidades por dólar. Mantenemos nuestro objetivo de fin de año en 19,50, reconociendo la potencial volatilidad del último trimestre del año relacionada con la eventual revisión del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC/USMCA), pero equilibrando este riesgo con un entorno en líneas generales favorable respaldado por la depreciación del USD y por el apetito sostenido entre los inversores internacionales por activos denominados en pesos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): INFRAPONDERAR

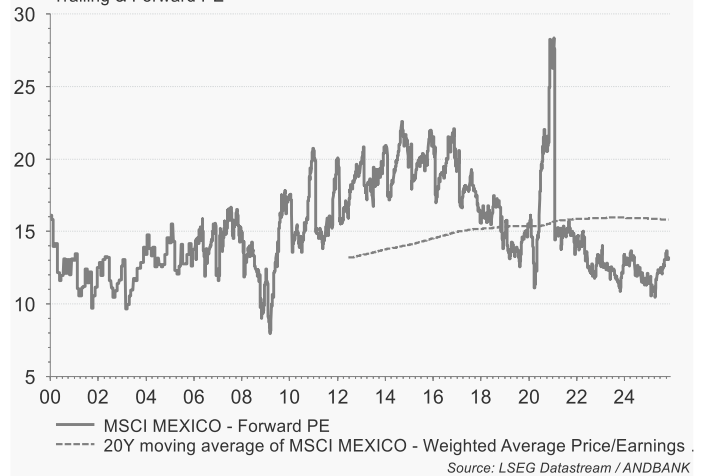
Deuda soberana en MXN: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 pb; rend. obj.: 9,25%)

Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,25%)

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

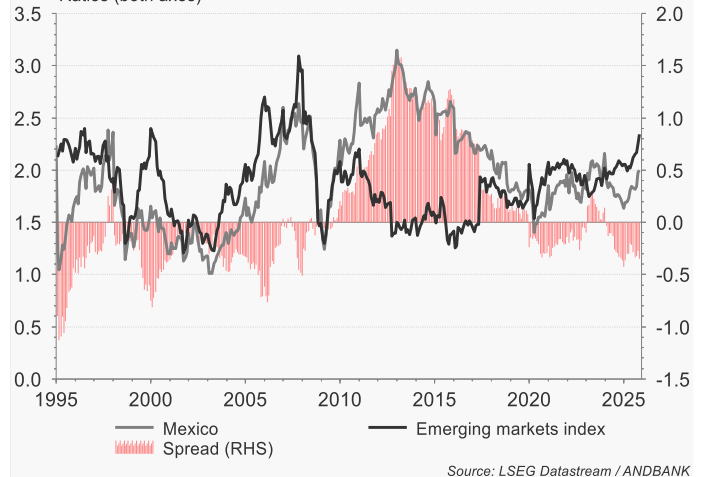
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



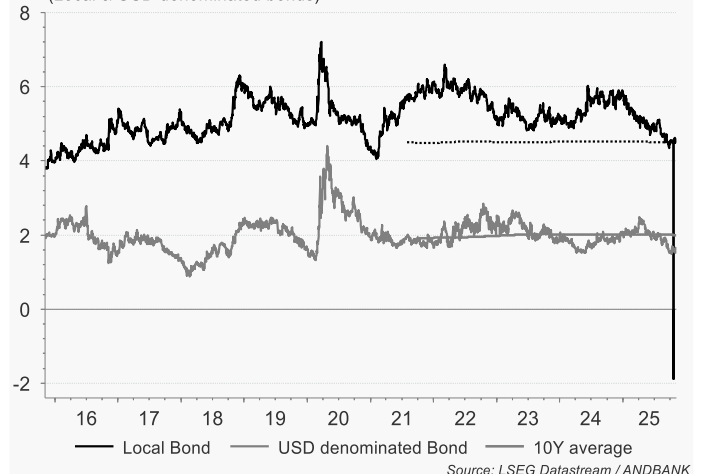
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

Milei gana las elecciones de medio término: Una elección y un voto para el cambio

Política: El triunfo de Milei en las elecciones de medio término

Las elecciones de medio término marcaron un punto de inflexión decisivo tanto en el panorama político como en la perspectiva de los mercados. El partido gobernante, *La Libertad Avanza* (LLA), obtuvo una victoria aplastante con el 40,8% de los votos, imponiéndose en 15 de las 24 provincias. La provincia de Buenos Aires (PBA) arrojó el resultado más sorprendente de la jornada electoral. Concentra casi el 40% del electorado nacional y ha sido tradicionalmente un bastión del peronismo. Sin embargo, en esta elección, LLA logró el 41,45% de los votos, superando a la alianza peronista *Fuerza Patria* (FP), que obtuvo el 40,9%. Se trata de una reversión dramática respecto a apenas siete semanas antes, cuando el peronismo había ganado la elección provincial por casi 14 puntos. A nivel nacional, el peronismo (FP y otros aliados) sufrió un duro revés, obteniendo solo el 33,4% de los votos y ganando en apenas ocho provincias. La coalición centrista *Provincias Unidas*, que intentó presentarse como alternativa a la polarización entre Milei y el bloque kirchnerista, tuvo un desempeño pobre, con apenas el 8,3% de los votos y victoria únicamente en Corrientes. El resultado sorprendió frente a la mayoría de las encuestas, que preveían una contienda mucho más ajustada, especialmente en la provincia de Buenos Aires. La magnitud de la victoria de LLA desbarató las expectativas de un resurgimiento peronista y obligó a una profunda reevaluación de la trayectoria política de Argentina. Los analistas interpretaron el resultado como una señal de que una parte amplia del electorado sigue respaldando el programa de estabilización de Milei y percibe su narrativa reformista como una alternativa creíble a la última década de estancamiento económico. En el plano político, el voto refleja la erosión continua del kirchnerismo y la emergencia de un nuevo realineamiento centrado en el movimiento libertario de Milei. La elección reconfiguró la composición del Congreso de una forma que fortalece significativamente al gobierno, aunque sin otorgarle mayoría absoluta. Junto a sus aliados del PRO, LLA controlará aproximadamente el 43% de la Cámara de Diputados —frente al 31% previo— y el 33% del Senado, comparado con el 18% anterior. Esto da a Milei suficiente respaldo para sostener vetos y decretos presidenciales, aunque no para aprobar reformas estructurales de manera unilateral. Para avanzar en su agenda legislativa —que incluye reformas fiscales, laborales y administrativas ambiciosas— necesitará negociar con gobernadores provinciales y bloques centristas. Mientras tanto, la oposición peronista perdió peso en ambas cámaras, y las fuerzas centristas más pequeñas vieron reducir su relevancia.

Los mercados reaccionaron de forma inmediata y contundente. Los bonos soberanos en dólares repuntaron cerca de un 20%, reduciendo el riesgo país hasta unos 650 puntos básicos, mientras que el índice Merval se disparó un 30% en dólares, liderado por las acciones bancarias. De cara al futuro, Argentina enfrenta una oportunidad real de redefinir su rumbo político y económico. Si Milei logra aprovechar su impulso político para construir coaliciones y aprobar reformas estructurales, el país podría consolidar un periodo de crecimiento sostenido y confianza renovada en los mercados. Las proyecciones oficiales apuntan a un crecimiento del PIB del 4% en 2026, impulsado por unos 35.000 millones de dólares en inversiones planificadas bajo el marco RIGI. Junto con una financiación externa más sólida y una acumulación gradual de reservas, estos avances podrían marcar el inicio de un entorno macroeconómico más estable y predecible.

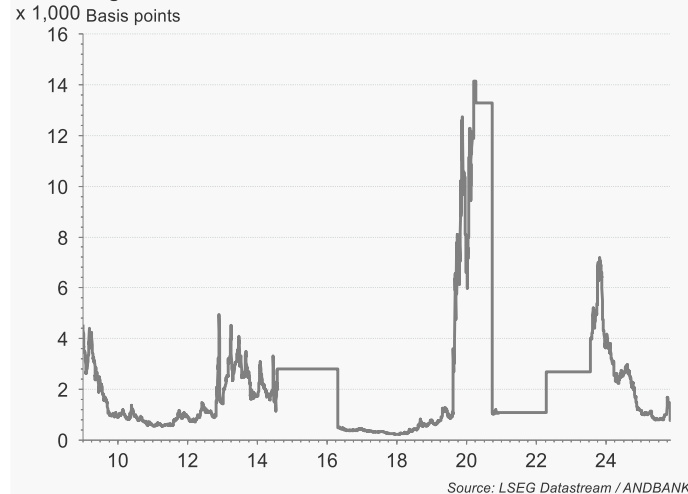
Precios: Limitado traspaso cambiario pese a la depreciación del peso (ARS)

El IPC aumentó un 2,1% mensual en septiembre, ligeramente por encima del 1,9% registrado en agosto y en línea con las expectativas del mercado. En términos interanuales, la inflación se desaceleró al 31,8%, frente al 33,6% del mes anterior. Desglosando los componentes, la inflación subyacente —que excluye elementos volátiles y regulados— subió un 1,9%, lo que sugiere que el impulso de los precios sigue contenido, aunque aún no firmemente anclado. Los precios regulados, incluidos servicios públicos, transporte y otras tarifas administradas por el gobierno, aumentaron un 2,6%, reflejando la normalización de precios previamente congelados. Por su parte, los precios estacionales —como frutas, verduras y productos vinculados al turismo— subieron alrededor de un 2,2%. En cuanto al traspaso del tipo de cambio, los economistas destacan que ha sido sorprendentemente moderado en los últimos meses. A pesar de la volatilidad del peso tras las elecciones en la provincia de Buenos Aires y la posterior turbulencia financiera, el comportamiento de fijación de precios parece haberse vuelto menos sensible a las fluctuaciones cambiarias.

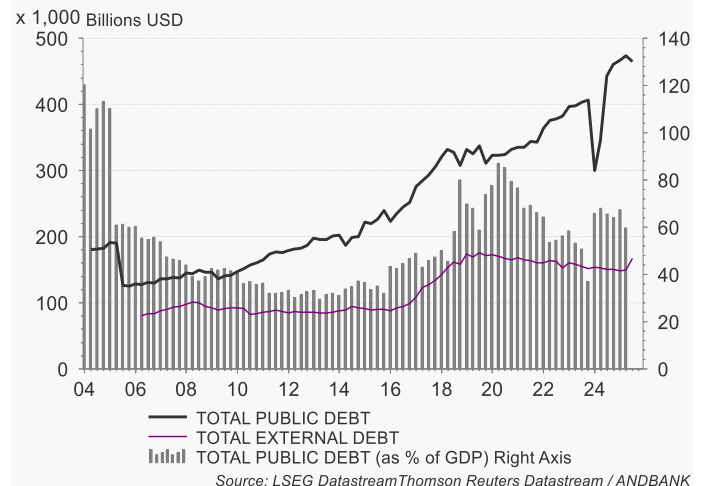
Perspectiva de mercado – Recomendaciones y objetivos

- **Bonos – Bonos del Tesoro USD a 10 años: NEUTRAL**
- **Divisas – USDARS: NEGATIVO (objetivo a cierre de 2025: 1300)**

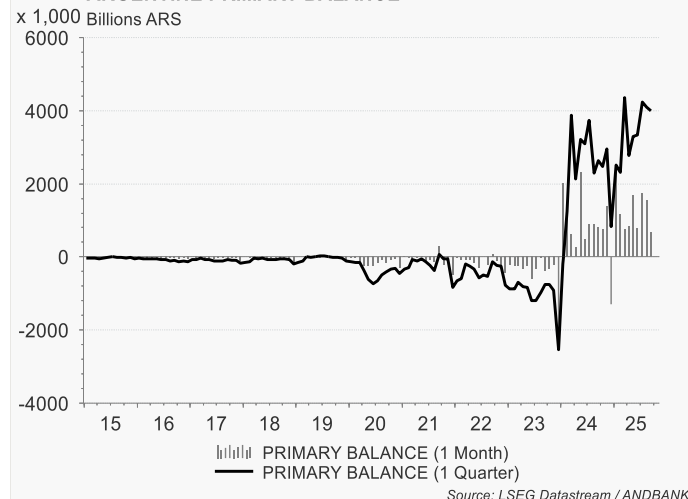
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENTA VARIABLE

Página 12

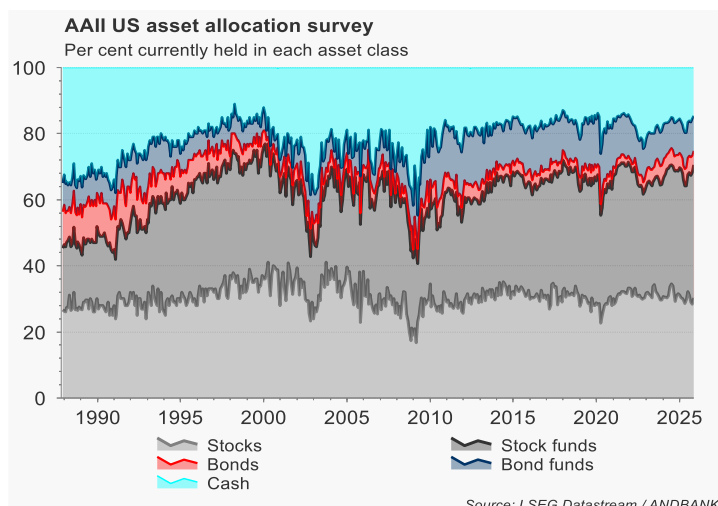
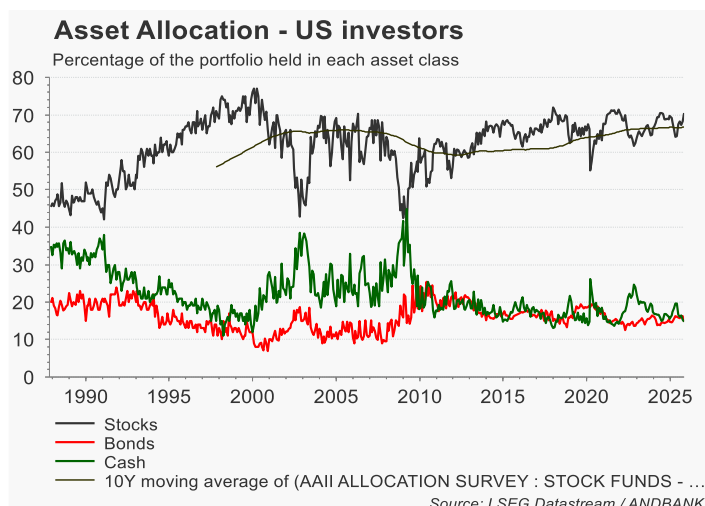
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Análisis fundamental

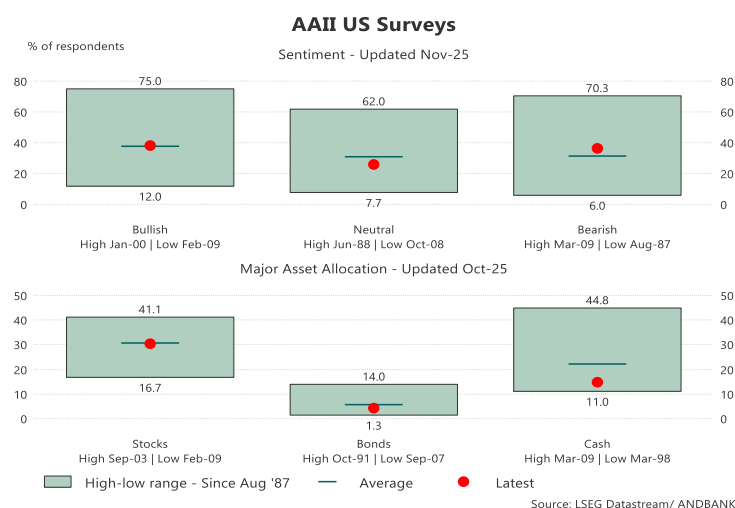
Index	Projected EPS 2025	PE (EPS 2025)	Price Earning (forward)	Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Spread curr RP vs hist RP	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Committee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	265,0	25,36	22,85	4,38%	0,27%	2,00%	-1,73%	26,00	6.720	6.890	2,5%	MW	7.579
Europe - Stoxx Europe 600	36,0	15,75	14,86	6,73%	4,06%	5,00%	-0,94%	16,00	567	576	1,6%	MW	634
Spain IBEX 35	1.100,0	14,57	14,15	7,07%	3,89%	5,70%	-1,81%	14,00	16.031	15.400	-3,9%	UW	16.940
Mexico IPC GRAL	4.800	13,14	12,76	7,84%	-0,80%	-0,90%	0,10%	13,00	63.093	62.400	-1,1%	UW	68.640
Brazil BOVESPA	16.000	9,58	9,30	10,75%	-3,08%	-1,10%	-1,98%	9,00	153.339	144.000	-6,1%	UW	158.400
Japan TOPIX	186,0	17,74	17,22	5,81%	4,13%	4,00%	0,13%	17,75	3.299	3.302	0,1%	MW	3.632
China SSE Comp. A share	247,0	16,97	16,47	6,07%	4,33%	4,80%	-0,47%	16,00	4.191	3.952	-5,7%	UW	4.347
China Shenzhen Comp	94,7	26,60	25,83	3,87%	2,13%	1,25%	0,88%	25,00	2.519	2.368	-6,0%	UW	2.604
India SENSEX	3.800	21,90	21,26	4,70%	-1,81%	-2,00%	0,19%	22,50	83.222	85.500	2,7%	OW	94.050
MSCI EM ASIA	49,4	15,67	15,21	6,58%				15,75	774	779	0,5%	MW	856

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





RENTA VARIABLE

Página 13

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q3 2025 Earnings Dashboard

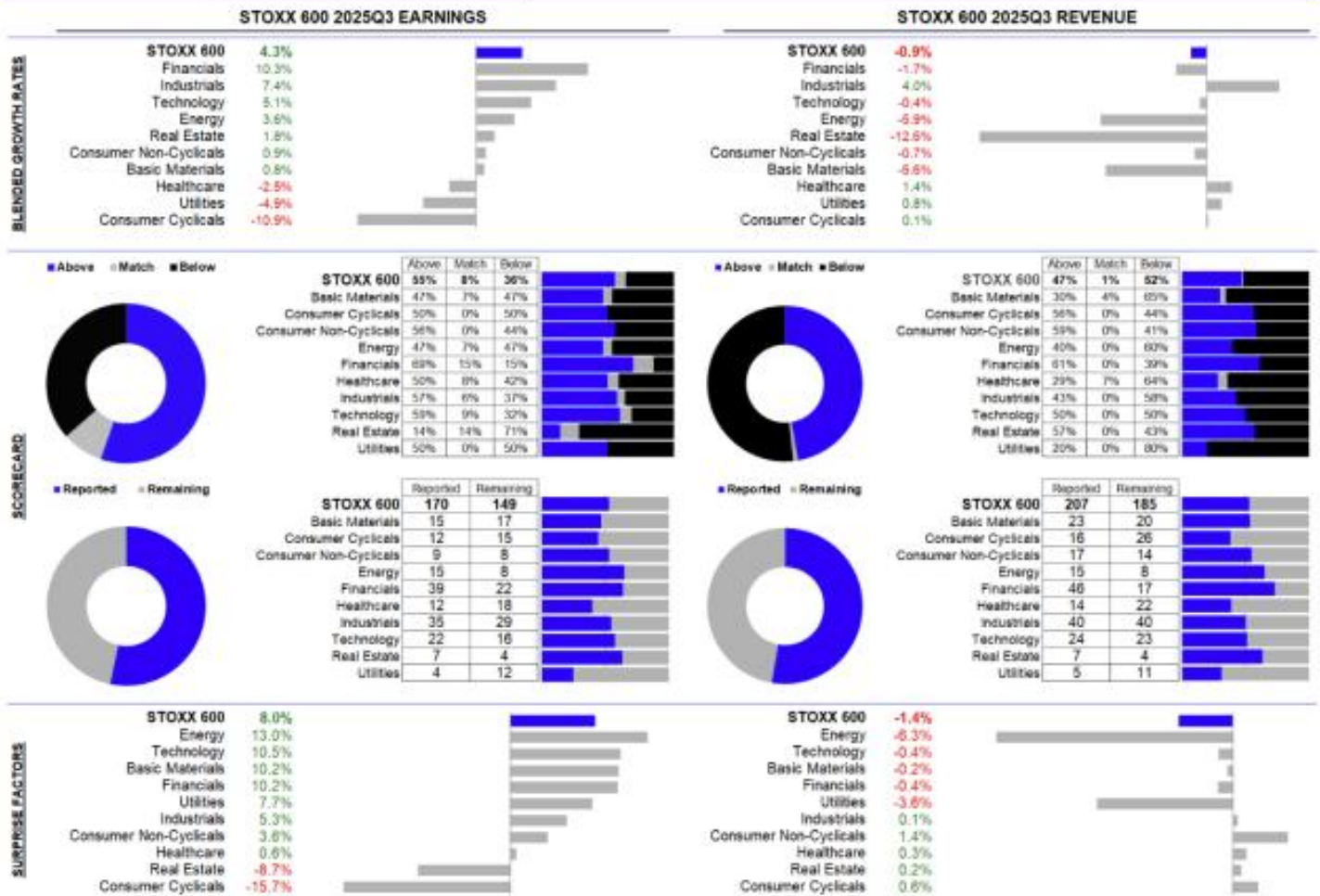
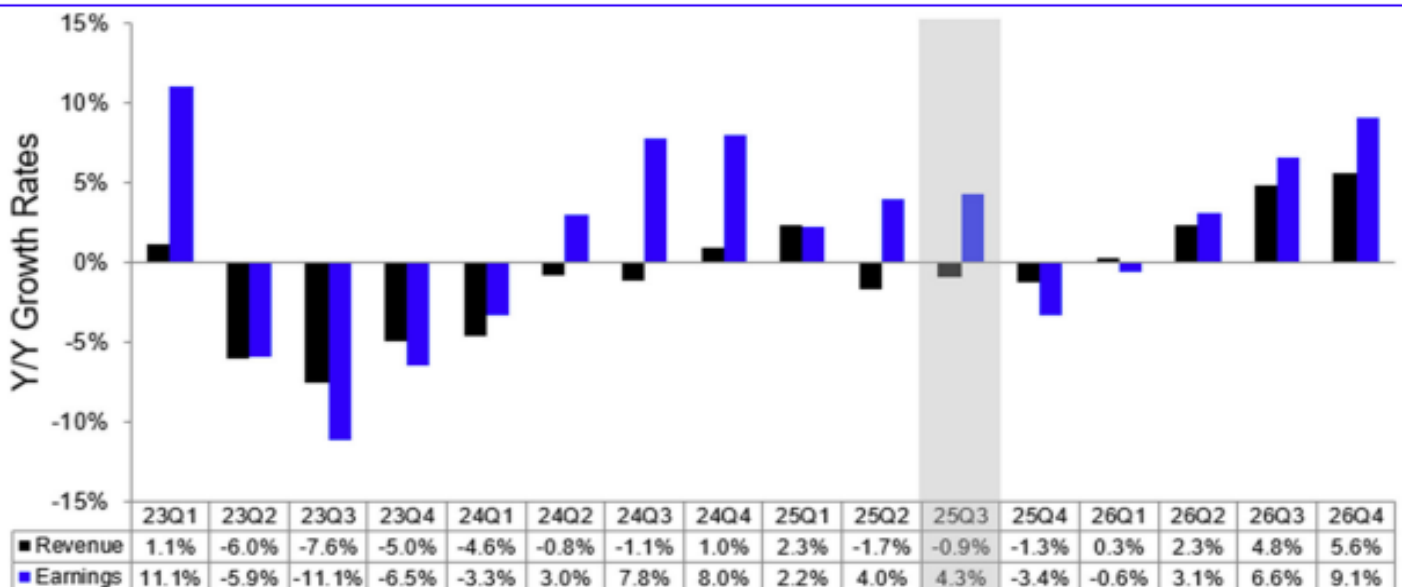


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates





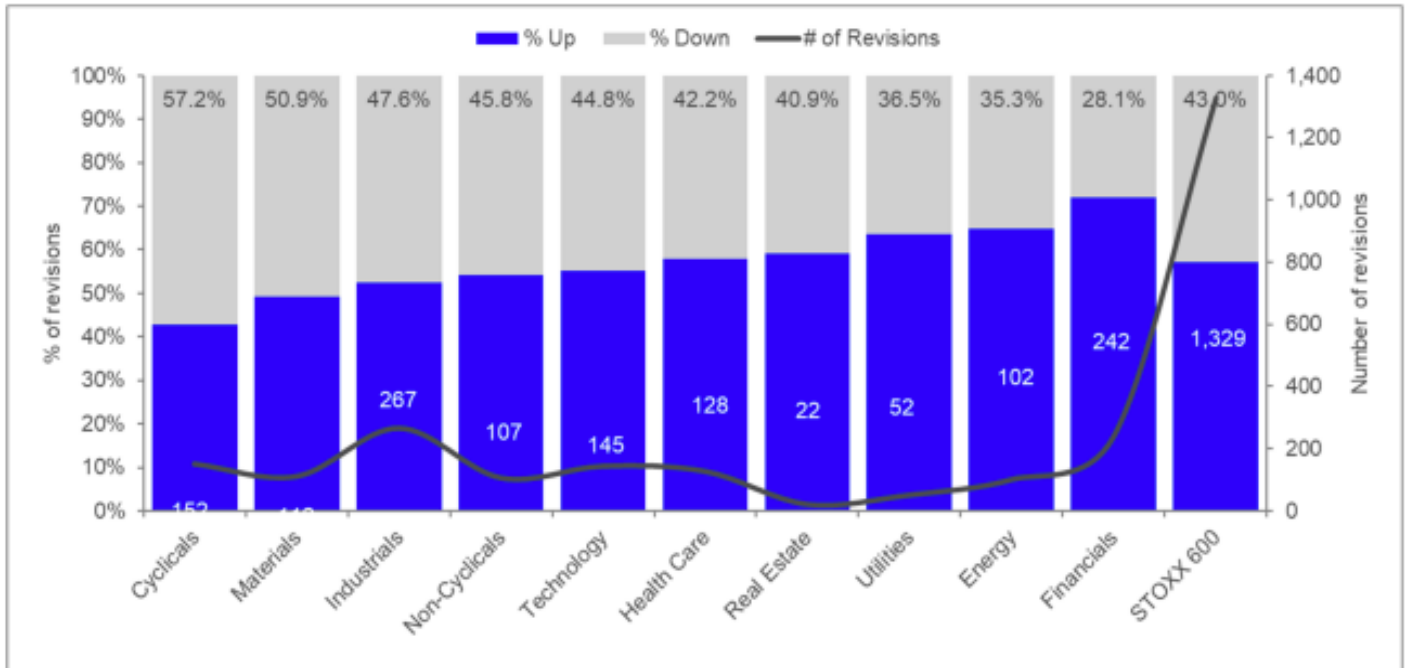
RENTA VARIABLE

Página 14

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

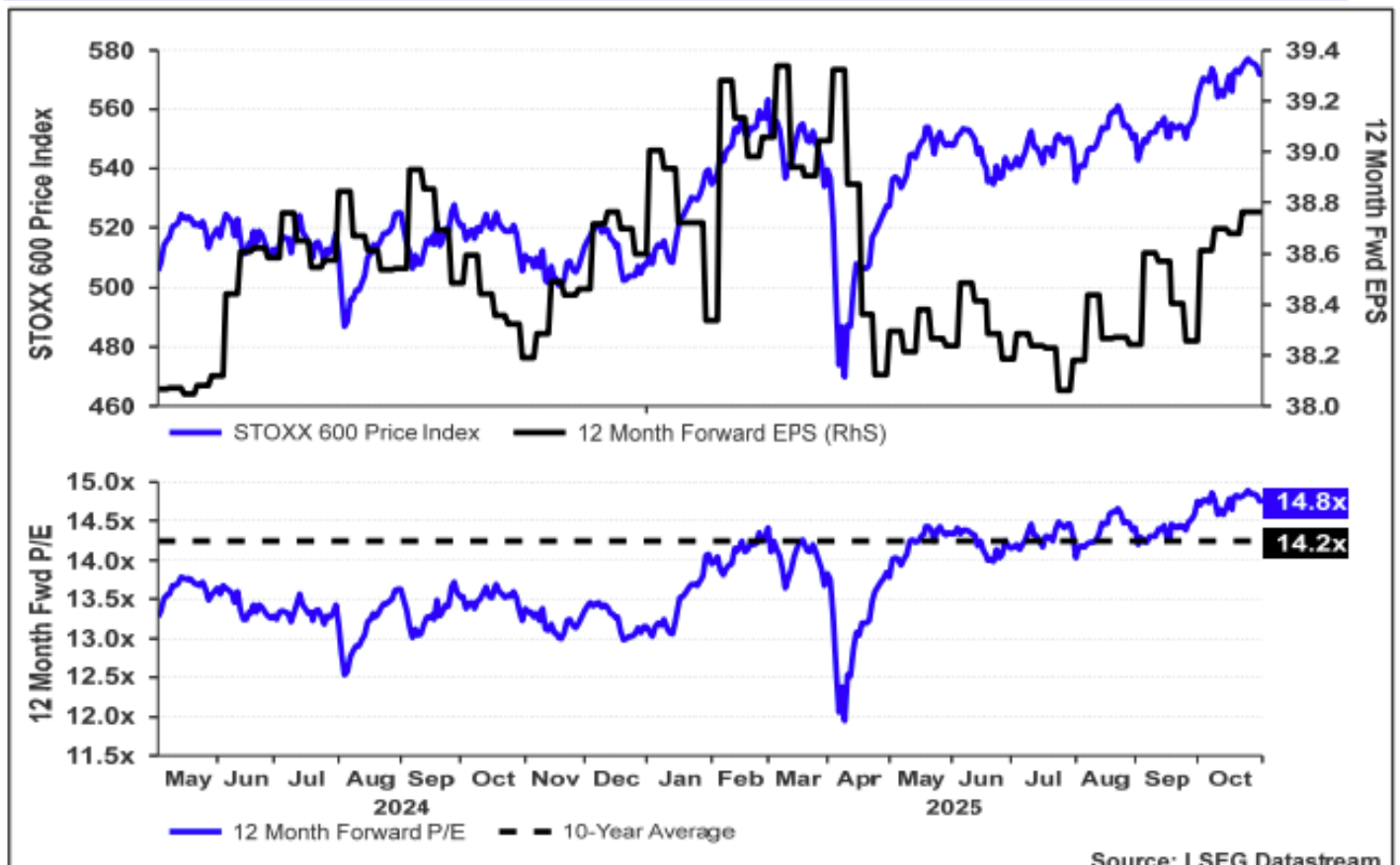
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



RENTA VARIABLE

Página 15

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EUROPA

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend

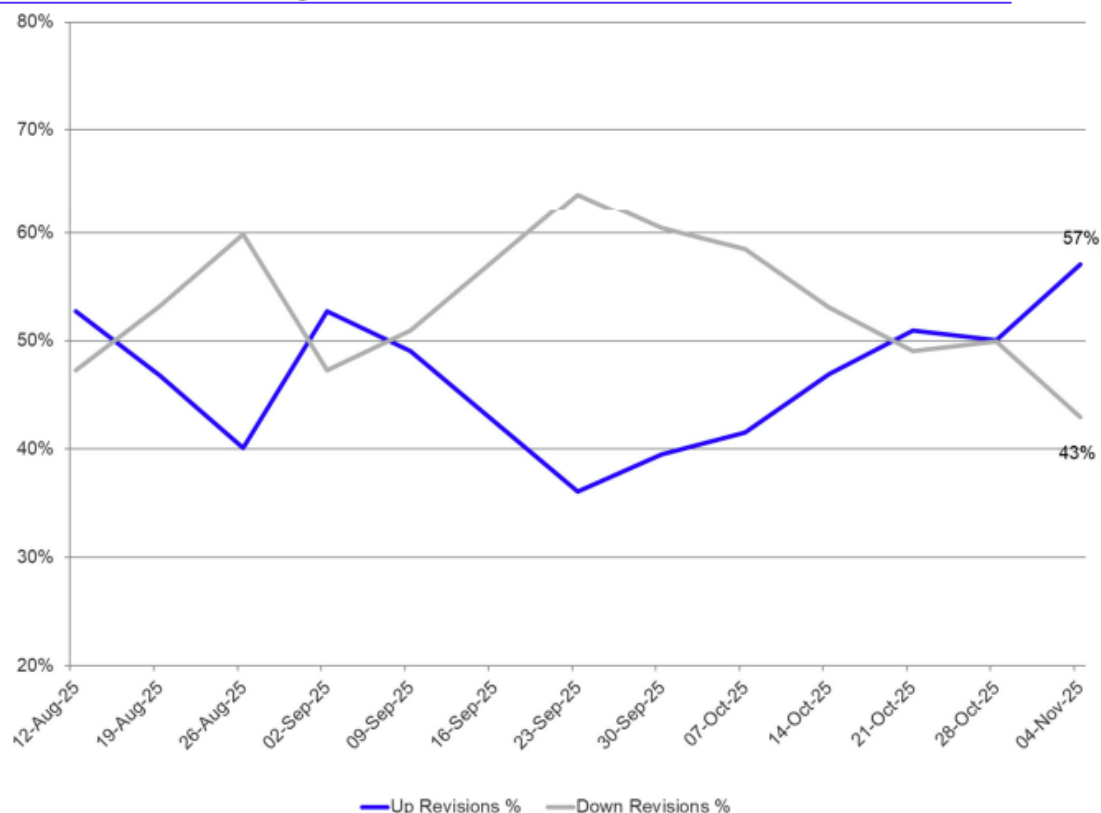
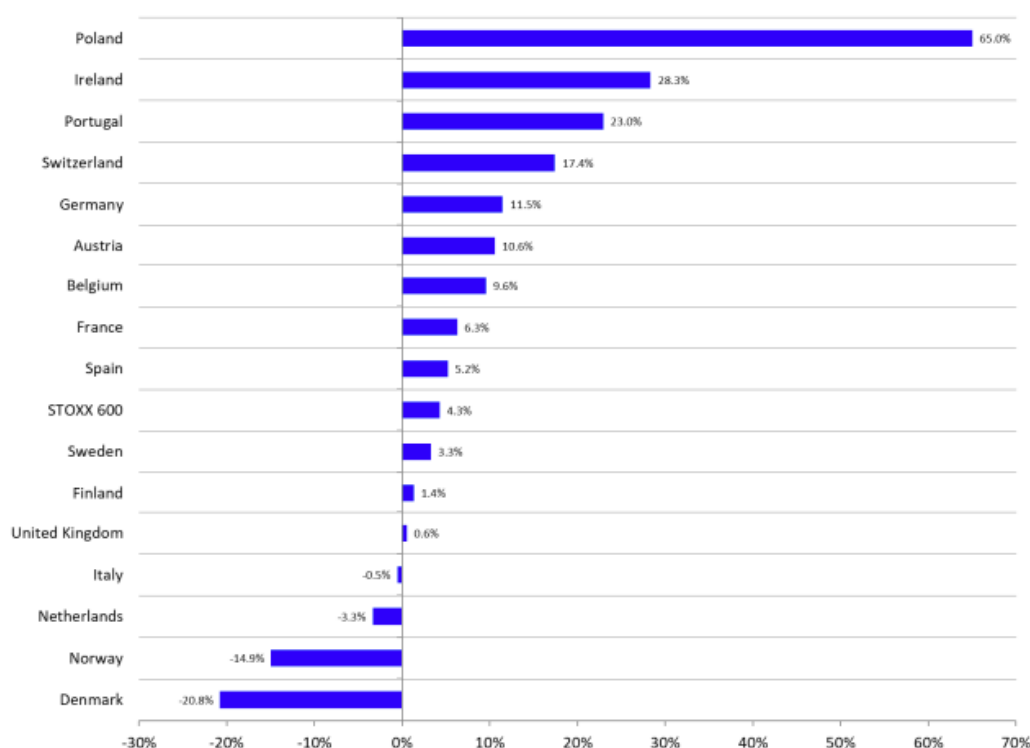


Exhibit 12A. STOXX 600: Q3 2025 Earnings Growth Rate Estimates by Country



Source: LSEG I/B/E/S



RENTA VARIABLE

Página 16

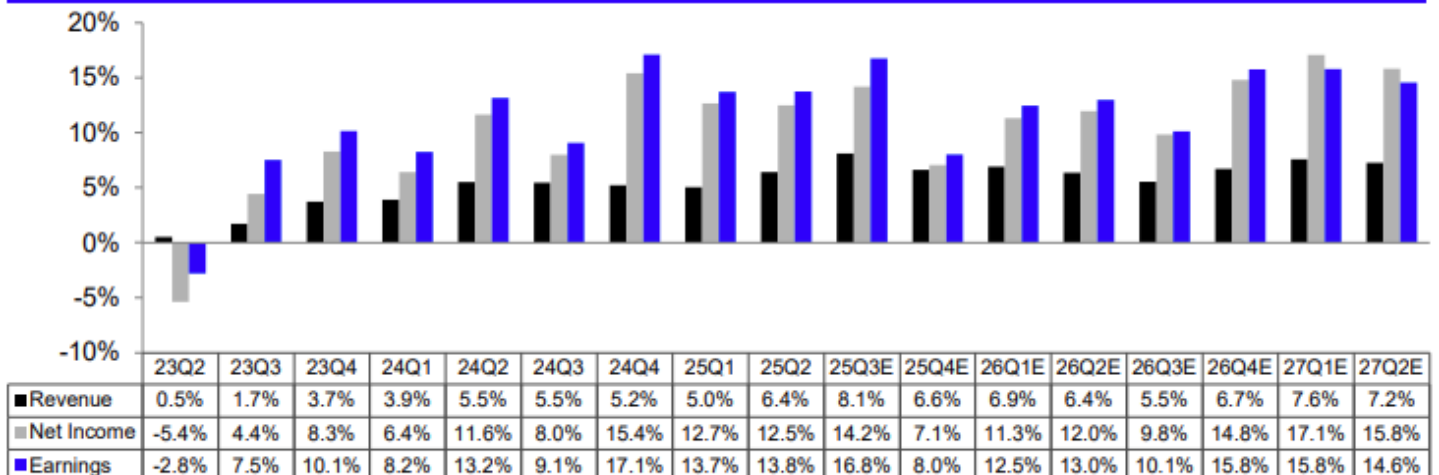
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2025Q3 S&P 500 Earnings Dashboard



Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



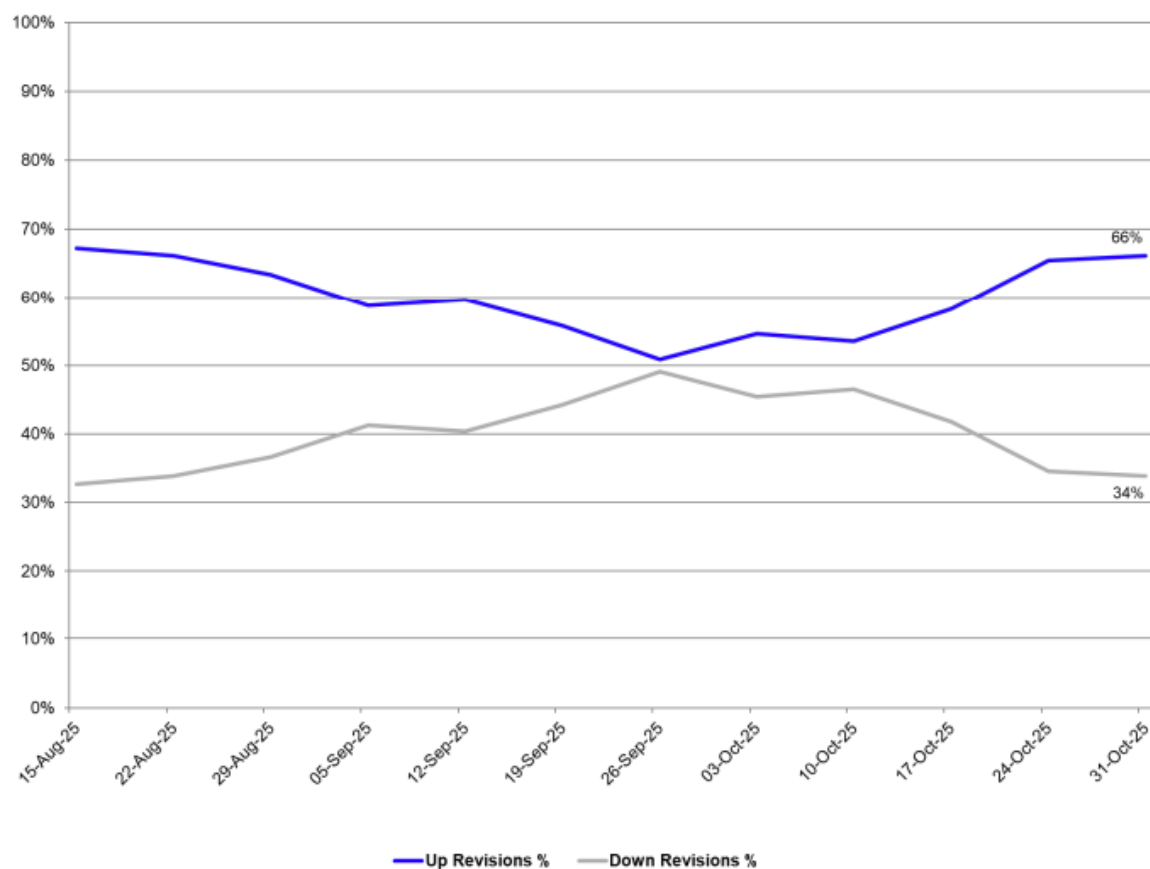
RENTA VARIABLE

Página 17

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

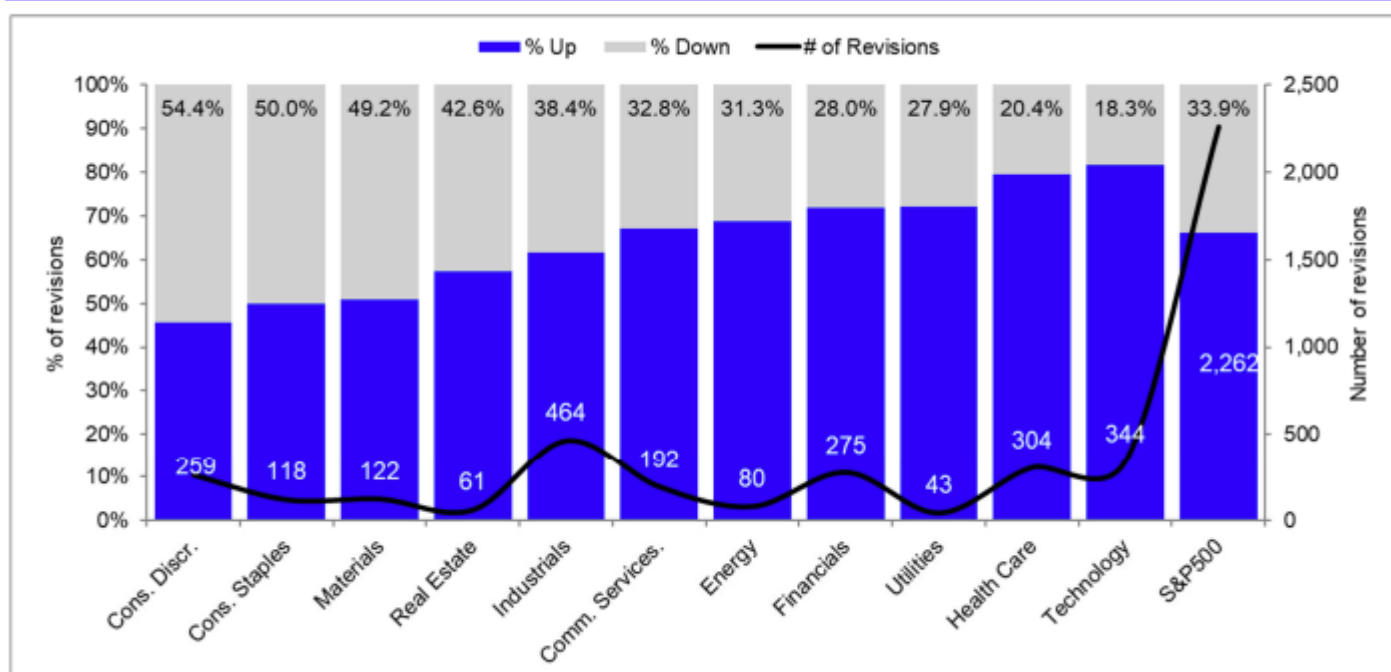
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EE.UU.

EXHIBIT 9A. S&P 500: EARNINGS ESTIMATE REVISION TREND



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

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

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

Factores a corto plazo

(Factor bajista) – Leve aumento de producción. Según *Financial Times*, los productores de la alianza OPEP+ acordaron aumentar la producción para noviembre en 137.000 barriles de petróleo diarios, un aumento inferior al medio millón de barriles diarios que algunos esperaban (expectativa que la OPEP+ calificó de «inexacta y engañosa»). Aunque la OPEP+ está produciendo por debajo de su cuota, el mercado no pareció acoger favorablemente el anuncio del aumento de producción anticipado en la reunión del 5 de octubre.

(Factor bajista) – Alto el fuego en Gaza. El plan de alto el fuego de Trump en Gaza progresa, ya que Hamás parece dispuesta a aceptar el acuerdo en los próximos días, lo que de suceder aliviaría el riesgo geopolítico en la región.

(Factor bajista) – Señales de exceso de oferta. Según Bloomberg, los cargamentos de crudo de Oriente Medio sin vender serían los primeros indicios de un excedente mundial de petróleo.

(Factor bajista) – Nuevo oleoducto. Según Oilprice, Alberta podría construir un nuevo oleoducto hasta la costa de la Columbia Británica cuya capacidad de transporte de crudo sería de un millón de barriles diarios (Mbdp), que se exportarían a los mercados asiáticos.

(Factor bajista) – Previsión de Macquarie. Bloomberg recoge la previsión de Macquarie en el sentido de que el petróleo, debido a las expectativas de una «sobrepoducción punitiva», caería en los próximos trimestres hasta situarse en 50 USD/barril.

(Factor bajista) – India-Rusia. Según Bloomberg, las importaciones de petróleo ruso por parte de la India disminuyeron en septiembre, si bien continuaron representando aproximadamente un tercio del total de las remesas.

(Factor bajista) – Enfoque en el GNL. Según Oilprice, Shell se ha propuesto el objetivo de reforzar el enfoque en el GNL durante la próxima década.

(Factor bajista) – Exportaciones kurdas. Según Reuters, el petróleo ha comenzado oficialmente a fluir por primera vez en dos años y medio desde la región del Kurdistán hacia Turquía.

(Factor ligeramente alcista) – Vigilancia danesa. Según Bloomberg, las autoridades danesas se han comprometido, en un intento por contener la «flota fantasma» de petroleros rusos, a endurecer la regulación del tránsito de petroleros por sus aguas.

(Factor ligeramente alcista) – Ataques de drones. Según informa Bloomberg, la refinería Tuapse de Rosneft, cuya capacidad es de 240.000 bpd, sufrió un nuevo ataque con drones ucranianos.

(Factor alcista) – Demanda de fuel. Según Reuters, la demanda de fuelóleo aumenta más rápido de lo esperado debido a las interrupciones del suministro a través del Mar Rojo y a la expansión de la «flota fantasma».

(Factor alcista) – Europa contra Rusia. Según Reuters, el canciller alemán Merz afirmó que Europa «no está en guerra... pero tampoco está ya en paz» con Rusia.

(Factor alcista) – Importaciones de EE.UU. Las importaciones de fuel por las refinerías de la costa del Golfo de México, en plenas sanciones a Venezuela y Rusia, alcanzaron niveles no vistos en dos años y medio, informó Reuters.

(Factor alcista) – Acuerdo del G7. Según Bloomberg, los países del G7 estaban a punto de alcanzar un acuerdo para imponer sanciones más gravosas a Rusia.

(Factor ligeramente alcista) – Prohibición portuaria. Según Reuters, los operadores de terminales chinos de la provincia de Shandong podrían introducir medidas que impidiesen el atraque de buques de la «flota fantasma».

(Factor ligeramente alcista) – Sanciones a Irán. Según Reuters, la UE y la ONU restablecieron las sanciones a Irán, que justifican por la continuidad de 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 saudíes 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 oro parece estar sobrevalorado.

Factores positivos para el oro

Evolución de las reservas de divisas del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2025). El reciente recorrido alcista del oro no responde a un aumento en su negociación ni a un incremento en el volumen total de reservas oficiales, sino más bien a un cambio drástico en la composición de estas. Algo fácil de verificar a partir del porcentaje que el oro representa en las reservas de los bancos centrales: de apenas el 10% ha saltado a cerca del 30%, superando en valor total a los bonos del Tesoro estadounidense por primera vez desde 1996. A nadie se oculta la profunda transformación geoeconómica mundial de estos últimos tres años, marcada por la formación de bloques económicos antagónicos enzarzados en una dinámica de confrontación: uno liderado por China, el otro por EE.UU. En un contexto de rivalidad extrema, en el que cada uno despliega su propia estrategia, Pekín sabe jugar sus cartas. Era bien sabido que China carecía de capacidad para desplazar al dólar como moneda de reserva, pero se ignoraba que pudiera infligirle un daño tan significativo como el que hemos visto. Al examinar los datos oficiales del Banco Popular de China (PBoC) se aprecia que el cambio observado no es el resultado de una medida generalizada, adoptada por todos los bancos centrales, para alterar la composición de sus reservas sustituyendo bonos del Tesoro por oro. Lo que se constata, en cambio, es que la transformación ha estado impulsada por China. La respuesta a la pregunta de si Pekín podrá seguir impulsando al alza el precio del oro dependerá del margen que le quede a su banco central para seguir deshaciéndose de bonos del Tesoro de sus reservas oficiales para sustituirlos por oro. Al respecto cabe señalar que si Pekín pudo seguir esta estrategia hasta ahora fue gracias a que el oro representó durante mucho tiempo una parte relativamente pequeña de sus reservas, lo que dejaba amplio margen para añadir más metal. Siendo más precisos: el oro representaba solo alrededor del 2,4% de las reservas totales de China en 2015 y alrededor del 5% antes de 2023. Desde entonces, en plena confrontación económica con Estados Unidos, el PBoC ha intensificado la compra de oro, reduciendo con ello su dependencia de los bonos del Tesoro y del dólar estadounidenses. De hecho, con datos de julio en la mano, el PBoC compró oro por noveno mes consecutivo. Las 2 toneladas adicionales de ese mes elevaron a 21 toneladas el total comprado en el año. Según las cifras oficiales, el oro representa ahora aproximadamente el 7% de las reservas totales del PBoC. Esto, ¿es mucho o poco? Este 7% apunta a que China aún dispone de amplio margen para seguir añadiendo oro a sus reservas y, de ese modo, sostener su cotización. Ahora bien, huelga decir que la recomposición de la cartera de reservas hacia el oro tiene unos límites lógicos, ya que ningún banco central debería concentrar cantidades excesivas de un activo que cupiera considerar «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 demasiado de esta ortodoxia entraña riesgos para las reservas oficiales de un país tanto en términos de liquidez como de solvencia.

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 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 actual recorrido alcista del oro, todos ellos controlados. 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 actual 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 de 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

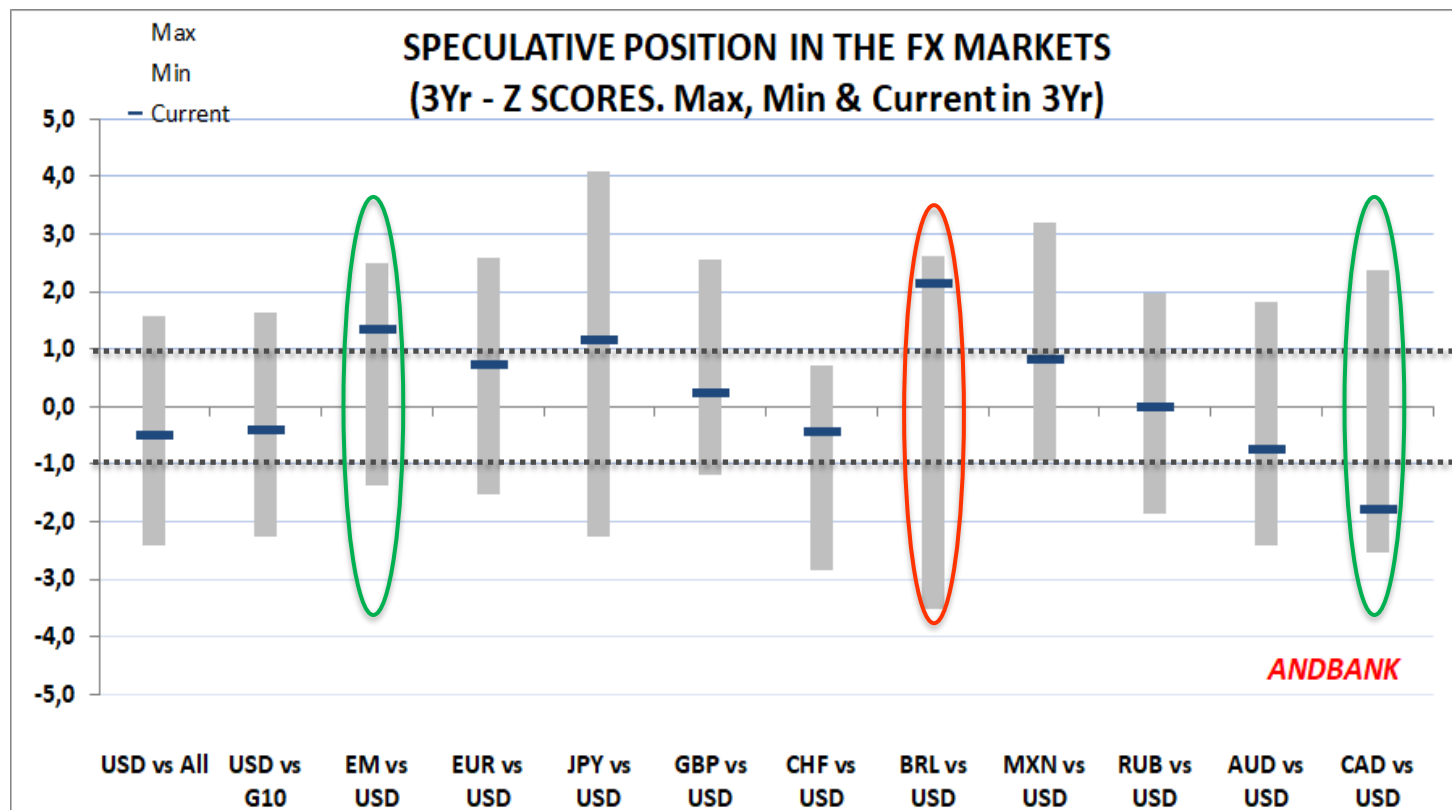
TIPOS DE CAMBIO

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	-0,5%	14,3%	6.720	6.890	2,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,7%	11,1%	564	576	2,2%
	SPAIN - IBEX 35	1,7%	37,5%	15.949	15.400	-3,4%
	MEXICO - MXSE IPC	3,6%	27,4%	63.093	62.400	-1,1%
	BRAZIL - BOVESPA	7,9%	27,5%	153.339	144.000	-6,1%
	JAPAN TOPIX	2,0%	18,5%	3.299	3.302	0,1%
	China SSE Comp. A share	3,0%	19,3%	4.191	3.952	-5,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	0,0%	28,7%	2.519	2.368	-6,0%
	INDIA - SENSEX	1,8%	6,5%	83.216	85.500	2,7%
	VIETNAM - VN Index	-5,8%	26,2%	1.599	1.517	-5,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	1,7%	29,7%	774	779	0,5%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,6%	7,8%	4,09	4,25	2,8%
	UK 10 year Gilt	2,4%	4,7%	4,46	4,75	2,2%
	German 10 year BUND	0,4%	-0,4%	2,66	2,80	1,5%
	Japanese 10 year Govie	0,3%	-3,8%	1,67	1,75	1,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	0,6%	1,7%	3,17	3,45	1,0%
	Italy - 10yr Gov bond	1,0%	3,8%	3,41	3,65	1,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,7%	0,9%	3,01	3,30	0,7%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	0,2%	2,87	3,20	0,3%
	Greece - 10yr Gov bond	0,5%	1,8%	3,27	3,70	-0,2%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	2,8%	55,61	60	2,4%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,3%	4,5%	266,93	300	3,7%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	4,2%	53,59	75	3,9%
	Credit USD HY - CDX HY	0,2%	6,1%	334,16	400	5,3%
Fixed Income EMEA	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-2,6%	1,0%	29,86	30,00	28,7%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	0,9%	0,8%	1,74	1,25	5,7%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,4%	7,7%	6,51	5,75	12,6%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	9,8%	1,91	2,25	-0,8%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	12,7%	6,12	5,75	9,1%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	-1,8%	-0,2%	3,12	2,75	6,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,7%	4,4%	1,24	2,50	-8,8%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	1,8%	7,2%	5,82	5,00	12,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,3%	5,8%	3,49	3,00	7,4%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,3%	2,05	1,75	4,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	-4,3%	3,88	3,00	10,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,5%	23,1%	8,64	9,25	3,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,4%	12,6%	5,81	6,25	2,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,2%	23,3%	13,82	14,25	10,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,2%	14,5%	6,02	6,75	0,2%
Commodities	Oil (WTI)	-3,8%	-16,6%	59,9	65,00	8,4%
	GOLD	0,6%	45,2%	3.997,7	3.000	-25,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,6%	11,7%	1,16	1,15	-0,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,1%	4,9%	1,31	1,36	3,7%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,6%	6,5%	0,88	0,85	-4,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,5%	-11,2%	0,81	0,87	8,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	-0,9%	0,93	1,00	7,5%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,3%	-2,6%	153,10	150,0	-2,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,3%	8,7%	176,98	172,5	-2,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	1,2%	-10,9%	18,55	20,00	7,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,6%	-0,5%	21,43	23,00	7,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	0,3%	-13,2%	5,36	5,40	0,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,2%	-3,2%	6,20	6,21	0,2%
	USDARS (price of 1 USD)	0,4%	39,3%	1.435	1.000	-30,3%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	3,6%	88,67	86	-3,0%
	CNY (price of 1 USD)	0,0%	-2,5%	7,12	7,50	5,3%

* 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.