

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK /
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Perspectivas estratégicas para 2026

Visión de Mercado Opinión Corporativa *Strategico 2026*



“

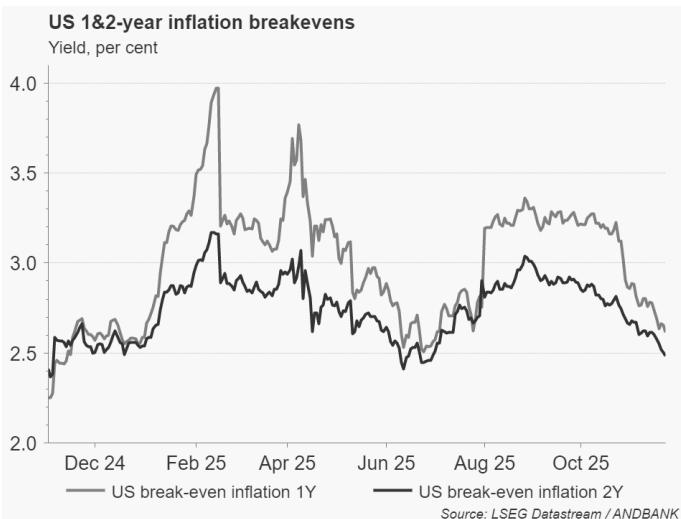
En cada disrupción tecnológica, los mercados dudan primero y corren después. La historia premia a quienes comprenden que el cambio estructural no se mide en trimestres, sino en décadas. Perder los primeros vagones del tren de la innovación suele ser más costoso que soportar su volatilidad inicial.”

— Peter Lynch.”

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

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICO DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	-0,4%	15,8%	6.813	7.821	14,8%
Europe - Stoxx Europe 600	0,8%	13,5%	576	611	5,9%
SPAIN - IBEX 35	3,0%	42,4%	16.517	17.136	3,7%
MEXICO - MXSE IPC	1,2%	28,4%	63.551	67.406	6,1%
BRAZIL - BOVESPA	6,1%	31,9%	158.611	173.090	9,1%
JAPAN TOPIX	0,3%	20,0%	3.341	3.643	9,0%
China SSE Comp. A share	-1,4%	16,3%	4.086	4.400	7,7%
CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-1,9%	25,8%	2.462	2.684	9,0%
INDIA - SENSEX	1,5%	9,1%	85.217	96.094	12,8%
VIETNAM - VN Index	4,7%	35,5%	1.717	1.918	11,7%
MSCI EM ASIA (in USD)	-3,2%	26,4%	755	823	9,0%

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

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	0,2%	8,0%	4,10	4,50	0,9%
UK 10 year Gilt	-0,2%	4,9%	4,48	4,75	2,3%
German 10 year BUND	-0,7%	-1,0%	2,76	3,00	0,8%
Japanese 10 year Govie	-1,4%	-5,1%	1,85	2,25	-1,4%
Spain - 10yr Gov bond	-0,4%	1,5%	3,23	3,60	0,2%
Italy - 10yr Gov bond	-0,4%	3,6%	3,47	3,75	1,2%
Portugal - 10yr Gov bond	-0,3%	0,8%	3,06	3,40	0,3%
Ireland - 10yr Gov bond	-0,4%	-0,1%	2,93	3,30	0,0%
Greece - 10yr Gov bond	-0,7%	1,5%	3,33	3,80	-0,4%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	3,1%	52,85	60	2,4%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,7%	5,2%	256,40	290	3,6%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	4,6%	51,29	75	3,7%
Credit USD HY - CDX HY	0,8%	7,3%	323,39	400	4,8%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	6,3%	8,4%	29,17	30,00	22,5%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,2%	1,82	1,25	6,4%
India - 10yr Gov bond (local)	0,3%	7,8%	6,56	5,50	15,0%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-1,1%	8,3%	2,12	1,50	7,1%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,3%	11,9%	6,29	5,10	15,8%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	-2,1%	-1,2%	3,26	3,25	3,3%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	4,2%	1,28	2,25	-6,5%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,7%	7,4%	5,85	4,75	14,6%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	6,2%	3,48	3,00	7,3%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,5%	2,05	1,25	8,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	-4,8%	3,96	4,00	3,7%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,3%	23,0%	8,74	9,50	2,7%
Mexico - 10yr Govie (USD)	0,3%	13,6%	5,75	6,50	-0,3%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,2%	27,7%	13,40	13,50	12,6%
Brazil - 10yr Govie (USD)	5,9%	15,6%	5,94	6,50	1,4%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-2,3%	-17,2%	59,5	65,00	9,3%
GOLD	7,2%	53,7%	4.213,6	3.500	-16,9%
EURUSD (price of 1 EUR)	0,7%	12,2%	1,16	1,15	-1,0%
GBPUSD (price of 1 GBP)	0,5%	5,6%	1,32	1,36	2,9%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	6,2%	0,88	0,85	-3,8%
USDCHF (price of 1 USD)	0,0%	-11,3%	0,80	0,87	8,2%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,6%	-0,6%	0,93	1,00	7,1%
USDJPY (price of 1 USD)	1,3%	-0,8%	155,95	150,0	-3,8%
EURJPY (price of 1 EUR)	1,9%	11,3%	181,09	172,5	-4,7%
USDMXN (price of 1 USD)	-1,3%	-12,1%	18,30	19,50	6,5%
EURMXN (price of 1 EUR)	-0,5%	-1,3%	21,26	22,43	5,5%
USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-13,3%	5,36	5,40	0,8%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,4%	-2,8%	6,22	6,21	-0,2%
USDARS (price of 1 USD)	0,5%	40,9%	1.451	1.000	-31,1%
USDINR (price of 1 USD)	1,3%	5,0%	89,85	89	-0,9%
CNY (price of 1 USD)	-0,7%	-3,1%	7,07	7,25	2,5%





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

Aunque la frágil tregua en el Senado mantiene la tensión y en vilo a los mercados, la solidez de los beneficios y la expansión de los múltiplos de valoración podrían seguir impulsando a las acciones estadounidenses en 2026.

Reapertura del Gobierno

El 12 de noviembre terminó por fin, después de 43 días, el cierre más prolongado del Gobierno federal de la historia. Al sumar ocho senadores demócratas su voto al de los republicanos se alcanzó el umbral necesario para aprobar una resolución de continuidad presupuestaria, válida hasta el 30 de enero, y reabrir el Gobierno. Las negociaciones no permitieron alcanzar, sin embargo, un acuerdo sobre el futuro de los subsidios de asistencia sanitaria (CACS). El líder republicano del Senado indicó que permitiría debatir la cuestión, pero sin garantía alguna de que acabara aprobándose ninguna ley. La expectativa general sigue siendo de que, pese a la sensibilidad política que suscitan, los subsidios acabarán expirando; en las próximas semanas la cuestión previsiblemente copará titulares en política nacional. En último término nadie gana mucho con este resultado, por lo que tampoco cabe descartar otro cierre a principios de 2026.

Renta variable

El 92% de las empresas del S&P 500 han presentado los resultados del tercer trimestre de 2025, que una vez más han superado con creces las expectativas. Aproximadamente el 82% de ellas batieron el beneficio por acción (BPA) estimado, con un crecimiento combinado de los beneficios del 14,7% interanual, muy por encima del 7,9% que a 30 de septiembre preveían los analistas. Comparar los datos comunicados con las expectativas revela otra temporada de resultados muy sólida, que pone de manifiesto la continuidad en la rentabilidad de las empresas. Los niveles de valoración siguen siendo elevados: el PER a 12 meses de 22,4x está por encima de las relaciones precio-beneficio medias de los últimos 5 y 10 años. Este fuerte impulso de los beneficios, el propio entorno macroeconómico y el aguante del gasto de consumo siguen sosteniendo las rentabilidades bursátiles, pese a persistir la inquietud por niveles de valoración que exponen al mercado a cambios en las perspectivas de evolución de los tipos de interés.

Renta fija

Los mercados de renta fija están centrándose ahora en la publicación de los datos económicos retrasados por el cierre del Gobierno federal, sobre todo en los de inflación y los del mercado de trabajo. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, recalcó que, tras dos recortes consecutivos de 25 pb, las decisiones de la Fed seguirían guiándose muy de cerca por los datos, y que los responsables de la política monetaria necesitaban disponer de más datos antes de valorar cualquier flexibilización adicional en su reunión de diciembre. En consecuencia, los debates sobre fortaleza del mercado laboral, dinámica salarial y trayectoria de la inflación probablemente se intensificarán en las próximas semanas a medida que el Comité de Mercado Abierto (FOMC) evalúe sus implicaciones para su doble mandato.

Los mercados de deuda corporativa se resintieron de las pérdidas registradas en septiembre en partes del segmento de renta fija privada. Algunos gestores han adoptado un enfoque más conservador en la valoración de estos activos y han intensificado el escrutinio de la documentación de préstamos y calidad de las garantías. En los mercados de deuda corporativa cotizada los diferenciales se mantienen sólidos en la categoría de inversión (IG) y en la de alto rendimiento (HY), avalado por fundamentos firmes y por una constante demanda inversora.

Tipo de cambio

El dólar estadounidense seguirá beneficiándose de la fragmentación geopolítica, de la incesante demanda mundial de activos de crecimiento, activos seguros, y de un diferencial de tipos de interés aún positivo frente a otras economías desarrolladas importantes. Su papel como principal moneda de reserva mundial sigue intacto gracias a la profundidad de los mercados de capitales estadounidenses, el alcance global del sistema financiero estadounidense y el uso generalizado del dólar en el comercio mundial y en operaciones de financiación. Si bien la diversificación en activos como el oro o ciertas divisas del G10 puede mejorar las características de una cartera, el hecho es que en los próximos años no surgirá ninguna alternativa realista al dólar. El peso del mercado de renta variable norteamericano, que hoy alcanza el ~70% de los índices globales, probablemente será del 75%-80% de aquí una década. Las implicaciones en términos de flujos y demanda relativa de divisas son masivas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): SOBREPODERAR

Deuda soberana: (UST 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 4,50%)

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

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL

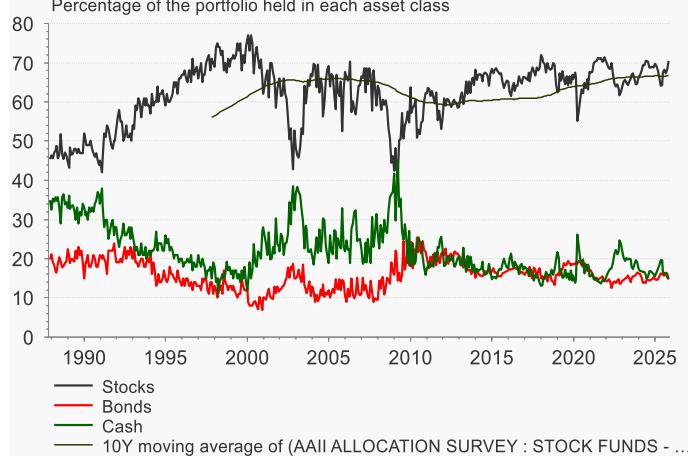
US price-to-earning ratio

S&P 500

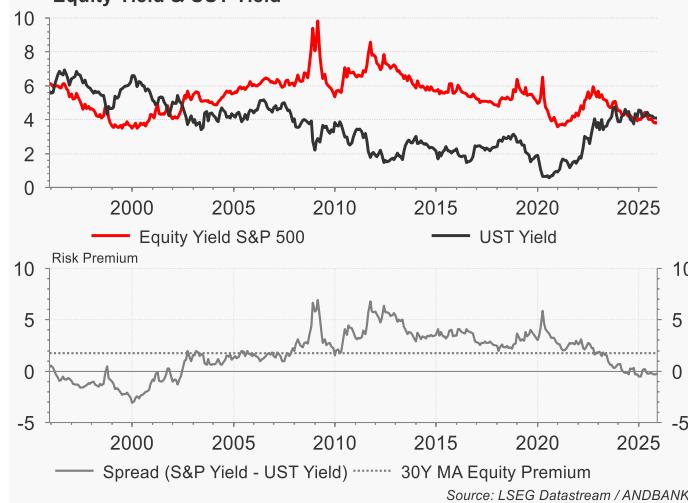


Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class



Equity Yield & UST Yield





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

Sin perturbaciones severas y con crecimiento moderado: la tendencia de los beneficios y la contenida ampliación de los PER podrían impulsar las acciones europeas otro 6-7% en 2026.

Perspectivas para 2026

A diferencia de 2025, para el año próximo no se aprecia un riesgo dominante cuyo impacto sea determinante. Persisten, eso sí, numerosos factores de incertidumbre en los ámbitos económico, financiero y político. En el caso de la evolución del nivel de precios, las expectativas son de contención de la inflación, con una relajación de las presiones salariales y costes energéticos bajos que mantendrían tanto el IPC general como el subyacente en torno al 1,9% interanual. El crecimiento del PIB, por su parte, está menos claro. Pese a contar con fundamentos favorables, como bajos tipos de interés y un mercado laboral firme, mucho dependerá de la capacidad de Alemania para aplicar medidas de estímulo fiscal y mantener la demanda interna.

El año 2026 será el último en el que los países de la periferia económica europea podrán beneficiarse de los fondos NextGenerationEU (NGEU), perdiéndose este importante respaldo a partir de entonces. Por lo que respecta a la dinámica fiscal, Alemania y Países Bajos aplicarán políticas expansivas, mientras Francia apenas avanzará en la consolidación fiscal (pasará de un déficit sobre PIB del 5,4% en 2025 a uno del 5% en 2026). En el Reino Unido las perspectivas fiscales siguen siendo inciertas cuando falta poco para que se anuncien los nuevos presupuestos. En líneas generales, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del PIB que rondaría el 1,2% interanual.

Persisten riesgos políticos, en particular en Francia, cuya inestabilidad hace más probable un adelanto electoral. Si bien la guerra en Ucrania parece estancada, un acuerdo de paz impulsaría las economías europeas de la mano del abaratamiento del coste de la energía y de las inversiones orientadas a la reconstrucción.

En el campo tecnológico Europa sigue a la zaga de otras regiones económicas: la adopción de IA por su sector privado del 25% contrasta con el 50% en EE.UU. Los responsables de elaborar las políticas en la UE han respondido anuncianto iniciativas como InvestAI (cuyo objetivo es movilizar 200.000 millones de EUR) y un marco regulador digital más flexible.

Para el BCE el próximo año podría representar un periodo de estabilidad inusual si mantuviera el tipo de depósito en el 2%, como se espera, aunque cabría incluso un recorte adicional de 25 pb si la inflación fuese inferior a la esperada o si no mejorase el crecimiento. Ahora bien, para que cupiera confirmar que la estabilidad está asegurada los datos concretos tendrían que repuntar con más claridad.

Mercados de renta fija

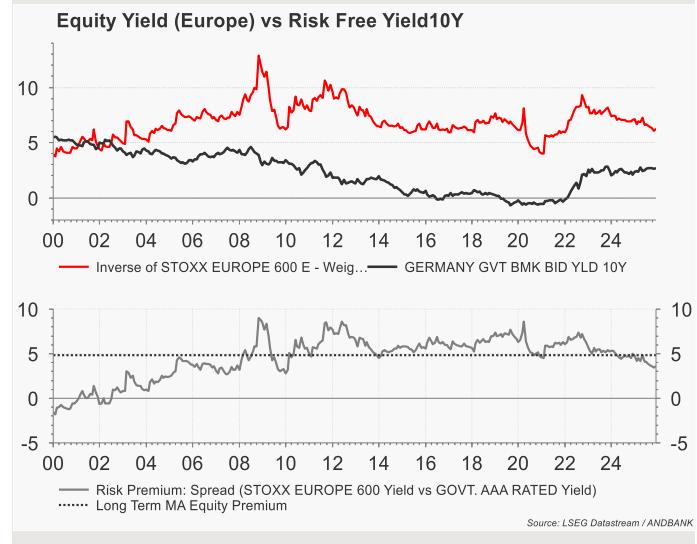
La pendiente de la curva de tipos-plazos podría seguir acentuándose ligeramente, mientras la deuda corporativa continúa sostenida por unos elevados rendimientos y sólidos fundamentos empresariales.

Factores alcistas. 1) La acentuación de la curva de tipos crea oportunidades de reinvertir plusvalías al aproximarse el vencimiento (*roll-down*), dado que los tipos a corto plazo siguen bien anclados; 2) el Banco de Inglaterra podría volver a recortar tipos, lo que supondría un apoyo monetario adicional; 3) los beneficios aguantan y las tasas de impago previstas están en niveles bajos; 4) un coste de *carry* atractivo sigue manteniendo la demanda inversora; 5) el apoyo por el lado de la demanda, bancos incluidos, debería ayudar a absorber el aumento de la oferta.

Factores bajistas. 1) No se espera una flexibilización adicional por parte del BCE, lo que limita el potencial alcista impulsado por los tipos; 2) aumento de la oferta de deuda por la expansión fiscal alemana y para financiar necesidades de defensa de otros países; 3) la reforma de las pensiones en Países Bajos está reduciendo la duración en las asignaciones de las carteras y puede afectar a la demanda de bonos a largo plazo; 4) los diferenciales de crédito ya están en niveles ajustados.

Mercados de renta variable

La buena rentabilidad registrada en lo que va de año se debe exclusivamente a la expansión de los múltiplos de valoración, ya que los resultados empresariales se han mantenido en niveles moderados; en concreto, el índice MSCI Europe se ha revalorizado un 15% en lo que llevamos de año, mientras que el crecimiento del beneficio por acción (BPA) se ha revisado a la baja del +8% al -1%. En nuestra opinión, para que el mercado pudiera seguir subiendo los beneficios tendrían que acelerarse significativamente. El consenso del mercado ya está descontando en los precios un crecimiento de estos superior al 10% para los próximos dos años (13% anual entre 2025 y 2027), en línea con las expectativas para el mercado estadounidense. El caso de Estados Unidos es aún más llamativo: históricamente, múltiplos tan elevados solo se han dado durante un fuerte repunte de la actividad económica y los beneficios, precisamente lo que los mercados parecen estar ya descontando. En Europa el optimismo se ha concentrado en un puñado de temas de inversión de alto crecimiento: inteligencia artificial, gasto en defensa e impulso de la inversión en infraestructuras en Alemania. Aun con niveles de valoración bursátil en Europa menores que en EE.UU., somos prudentes en estos temas, ya que gran parte del crecimiento previsto de los beneficios parece reflejarse ya en los precios. Si realmente nos hallamos en un punto de inflexión del crecimiento de los beneficios, como sugiere el mercado, unas alzas del 10% o más requerirían que todos los sectores mejorasen de forma generalizada.



Es en tal escenario en el que veríamos una buena oportunidad para rotar hacia sectores cíclicos rezagados y áreas deprimidas, tal como productos básicos de consumo y farmacia. Si, como pensamos, los beneficios del mercado no están a la altura de previsiones tan optimistas, esos sectores deberían resistir bastante bien dadas las expectativas ya pesimistas que incorporan sus valoraciones.

En Europa esperamos un crecimiento más moderado de los beneficios: a falta de un catalizador claro, el mercado se movería en un rango limitado de cotizaciones que brindaría rentabilidades de entre el 6% y 8%. Por último, apreciamos riesgos en el excesivo número de operaciones en el sector de IA. El elevado posicionamiento y la creciente desconexión entre los sectores de beta baja y los rendimientos de los bonos apuntan a una eventual rotación saludable en las compañías que lideran el mercado, como suele ocurrir a principios de año.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-SOBREPODERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- P. centrales: INFRAPONDERAR (Bund, rendimiento objetivo: 3,0%), FR 3,8%

- P. perif.: INFRAPONDERAR (IT 3,75%; ES 3,6%; PT 3,4%; IR 3,3%; GR 3,8%)

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

Deuda corporativa (iTtrax Europe HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 290 pb)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

CHINA

La contención fiscal revela tensiones de deuda y solo otro «momento DeepSeek» podría desencadenar un nuevo repunte de la renta variable china

La mayor reducción del gasto presupuestario desde 2021

Según datos del Ministerio de Finanzas, el gasto conjunto de la cuenta pública general y del fondo gestionado por el Gobierno se redujo en el mes de octubre a 2,37 billones de CNY (-19% interanual), lo que representa su mayor contracción desde que empezaron a recopilarse datos en 2021. Se trata del menor importe desembolsado desde julio de 2023, lo que refleja el debilitamiento del apoyo fiscal a la economía. Cabe destacar que el gasto relacionado con infraestructuras en los presupuestos generales disminuyó casi un 26% interanual, a 361.600 millones de CNY; según Goldman Sachs, el porcentaje del nuevo gasto destinado a abonar pagos pendientes superó de hecho al dedicado a proyectos de inversión.

El motivo del importante recorte del gasto público

Contener la deuda de administraciones locales cobra prioridad. En el marco de medidas más amplias de desapalancamiento, el Gobierno central ha intensificado la supervisión del endeudamiento de administraciones subcentrales (vehículos de financiación especiales y plataformas de inversión locales incluidos). El gasto en nuevas infraestructuras también se ha reducido al destinarse gran parte de los nuevos recursos dotados a abonar facturas pendientes a empresas vinculadas a gobiernos locales, en lugar de a nuevos proyectos. Al respecto, ralentizar el ritmo de nuevos compromisos (por ende, del gasto) contribuye a contener el crecimiento de las nuevas obligaciones de deuda.

Menores ingresos de las administraciones locales y restricciones a la «financiación del suelo». Las administraciones locales chinas dependen no poco de los ingresos procedentes de la venta de derechos de uso del suelo («financiación del suelo»), una fuente de financiación erosionada por el desplome de la actividad inmobiliaria. En consecuencia, sus menores recursos propios y la mayor prudencia al emitir bonos especiales/locales han reducido el gasto de inversión local.

Cambio en el enfoque del gasto. Según informes de expertos, el reto económico del país radica en buena parte en la eficiencia marginal decreciente de las nuevas inversiones: los proyectos poco rentables y la creciente carga de la deuda han obligado a replantearse prioridades. Por tanto, el menor gasto en infraestructuras debe entenderse como una reestructuración de la estrategia de inversión: menos gasto «a gran escala» y una asignación del gasto más selectiva.

Con el objetivo de crecimiento del 5% para este año al alcance, las autoridades probablemente piensan que pueden reducir el impulso fiscal que tradicionalmente canalizaban a través de grandes inversiones en infraestructura. Reducir el gasto ahora les permite por tanto dotarse de margen de maniobra para aplicar estímulos adicionales en caso de que la desaceleración se agrave.

La fuerte entrada de capital extranjero, ¿seguirá impulsando al mercado?

Según datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas de cartera en renta variable china ascendieron entre enero y octubre a 50.600 millones de USD, frente a los 11.400 millones de 2024, y supusieron su nivel más alto desde el récord de 73.600 millones de 2021. Citi señala que las entradas netas aumentaron tras anunciararse en abril las imposiciones arancelarias, con un 55% de compras y un 45% de ventas. Los datos mundiales de Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) indican que los gestores de fondos activos fueron este año vendedores netos en China, pero que esto quedó compensado por las entradas en fondos de gestión pasiva. Considerando que los mercados estadounidenses están rondando máximos históricos, algunos buscan ganar exposición al sector tecnológico chino con fines de diversificación. Fidelity, por su parte, atribuyó el buen comportamiento de las acciones chinas sobre todo a los inversores minoristas nacionales. Nuestra respuesta equilibrada y razonada a la pregunta formulada es que, con salvedades muy claras, los flujos externos podrían ser un factor de impulso para el mercado.

Factores que respaldan la continuidad de este factor. 1) El eventual debilitamiento del dólar podría intensificar los flujos dirigidos hacia mercados emergentes como China. 2) Los inversores que buscan «exposiciones alternativas» podrían seguir acumulando posiciones en el sector tecnológico chino en la medida en que este diera muestras creíbles de ser competitivo frente al estadounidense.

Factores que limitarían (o incluso pondrían fin) a los flujos externos como motor de las Bolsas chinas. 1) Riesgo de reversión económica en China, en especial tras el forzoso y drástico recorte del gasto público para afrontar el problema de deuda de administraciones subcentrales, en un momento en el que la actividad lleva tiempo renqueante. 2) China aún no ha demostrado que su tecnología esté a la altura de la estadounidense, por lo que las entradas de capital recientes que reflejasen más expectativas que convicción real podrían revertirse fácilmente. 3) Los inversores extranjeros profesionales siguen percibiendo problemas de liquidez, transparencia y gobernanza, unas reservas que se manifiestan en que los fondos de gestión activa continúan siendo vendedores netos. 4) Las acciones chinas comienzan a cotizar a niveles de valoración más «normales» respecto a los estadounidenses, por lo que el atractivo del «valor relativo» podría desvanecerse (p. ej., el índice de Shenzhen ya cotiza a un PER de 26x). 5) Un cambio de prioridades en materia de diversificación: si el mercado estadounidense registrara una corrección mientras los beneficios empresariales se mantuvieran firmes (como pensamos), la Bolsa estadounidense recuperaría bastante atractivo y podrían retornar a ella algunas asignaciones actuales a mercados chinos.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Undevelops World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Geopolítica: un memorándum de la Casa Blanca alega que Alibaba apoya al PLA chino y que eso supone una amenaza para la seguridad

Según fuentes del FT, un informe de inteligencia estadounidense fechado a 1 de noviembre, justo después de la reunión entre Trump y Xi, expresa la preocupación de que empleados de Alibaba estén proporcionando a Pekín y al Ejército Popular de Liberación (PLA) chino tecnología e información sensible, como datos de vulnerabilidades de software *dia cero*, que cabría utilizar contra EE.UU. Se desconoce si la Casa Blanca tiene previsto tomar medidas al respecto.

Las compras no declaradas de oro podrían decuplicar las oficiales

El FT señaló, citando a analistas, que las compras de oro no declaradas de China podrían ser más de diez veces superiores a las cifras oficiales y que se emmarcarían en el intento de ir relegando la moneda estadounidense. Según estimaciones de Société Générale, las compras totales de China en 2025 podrían alcanzar las 250 toneladas, más de un tercio de la demanda total de los bancos centrales a nivel mundial. En el marco de las tensiones comerciales con Estados Unidos, el fortalecimiento de esta posición en oro podría servir de contrapeso al dominio del dólar. Si China considera el oro como instrumento de «desdolarización» en una disputa prolongada, esta medida podría efectivamente ser la mejor defensa en un entorno de guerra arancelaria y posibles sanciones.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

JAPÓN

Cuatro años después, la reforma de la Bolsa de Tokio comienza a dar fruto. Se dota a la sección *growth* del TSE con herramientas para materializar su potencial alcista

En marzo de 2023, en el marco de su reestructuración del mercado, la sociedad rectora de la Bolsa de Valores de Tokio (TSE) instó a las empresas de sus secciones Prime y Estándar a mejorar la eficiencia de su estructura de capital. En particular, se centró en aquellas que cotizaban con una relación precio-valor contable inferior a 1, lo que a menudo se considera señal de que el mercado las valora más por su valor de liquidación que como empresas en funcionamiento. Con estas reformas la TSE contribuyó eficazmente a que las acciones japonesas elevaran su cotización media y los buenos resultados animaron a los directivos a hacer hincapié de forma más explícita en la eficiencia del capital. En el cuarto año de una reorganización diseñada para dar prioridad a la calidad sobre la cantidad, se acerca la fecha límite para que las empresas cumplan los nuevos requisitos de admisión a cotización, lo que las obliga a tomar decisiones en un sentido u otro. Es decir, que a menos de un año del final del periodo de gracia para las que no cumplen los requisitos, algunas están preparándose para cambiar de sección del mercado, mientras que otras sopesan la posibilidad de dejar de cotizar oficialmente y privatizarse. El plan de reforma avanza a buen ritmo y el siguiente hito será endurecer los criterios para la admisión a cotización en la sección de Crecimiento.

En 2030 entrarán en vigor normas más estrictas para seguir admitiendo a cotización a empresas en la sección de Crecimiento

En abril de 2022 la TSE reestructuró sus mercados en tres secciones: Prime, Standard y Growth. El segmento Growth fue concebido para startups de alto crecimiento, pero su desempeño ha sido decepcionante. Uno de los principales problemas ha sido la salida a bolsa prematura en pequeña escala, a menudo impulsada por los fondos de capital riesgo (VCs), que en los acuerdos de inversión suelen incluir plazos para la salida a cotización en bolsa, presionando a la OPV inicial para poder efectuar salidas. Así, estas startups salen a bolsa en la sección Growth cuando aún son demasiado pequeñas para atraer inversores institucionales, lo que estanca su cotización tras la OPV y convierte el mercado de Crecimiento en una plataforma de salida en lugar de un motor de crecimiento. Para evitarlo, la TSE ha endurecido los criterios de admisión a cotización, de forma que las empresas salgan a bolsa en una fase más madura y con unos fundamentos más sólidos. De tener éxito, estas reformas podrían transformar el mercado de Crecimiento en una sección más dinámica y atractiva para la inversión, con mayor potencial a largo plazo y posicionada como auténtico motor de innovación y formación de capital en Japón.

A partir de 2030 las empresas cotizadas se enfrentarán a la exclusión del mercado de Crecimiento si su capitalización bursátil no superase los 10.000 millones de JPY cinco años después de la OPV inicial. Ahora la exclusión solo se produce cuando su capitalización cae por debajo de los 4.000 millones de JPY tras diez años en el mercado, por lo que la revisión eleva significativamente el listón. Las nuevas normas se aplicarán oficialmente a lo largo de este año. Según datos de la TSE, a finales de 2024 aproximadamente el 70% de las 610 empresas cotizadas en el mercado de Crecimiento tenían una capitalización bursátil inferior al umbral establecido.

Opciones para las empresas que no alcancen el umbral de 10.000 millones de JPY

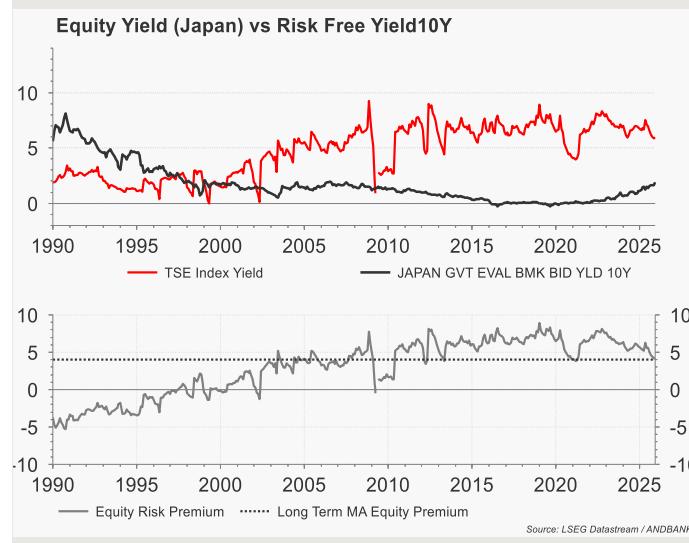
Primero, pueden dejar de cotizar voluntariamente. Segundo, pueden trasladarse a la sección Estándar, cuyas normas de mantenimiento de la cotización estipulan que la capitalización bursátil de las «acciones negociables» deberá ser al menos de mil millones de yenes, un requisito que ya cumplen varias empresas de la sección de Crecimiento. Por último, pueden trasladarse a una Bolsa regional distinta de la de Tokio.

El enfrentamiento diplomático con China amenaza con provocar una recesión

Con un dato revisado del trimestre anterior del +0,6%, el PIB japonés se contrajo en el tercer trimestre (-0,4%) menos de lo anticipado por el consenso (-0,6%), al hallar consuelo los mercados en el crecimiento del consumo privado y la inversión en capital fijo. Los datos de alta frecuencia muestran una recuperación de la confianza, con un dato final de crecimiento de la producción industrial en septiembre del +2,6%, frente al +2,2% preliminar y el -1,5% del mes anterior, y un aumento mensual de la tasa de utilización de la capacidad productiva del +2,5% (frente al -2,3% del mes anterior). El optimismo por los estímulos económicos también ayudó: tras la reunión del primer ministro Takaichi con su gabinete ministerial, el ministro de Finanzas, Katayama, declaró a la prensa que superaría los 17 billones de JPY (110.000 millones de USD). Sin embargo, los titulares estuvieron copados por la reacción de Pekín a declaraciones de Takaichi la semana anterior en el sentido de que cualquier ataque a Taiwán constituiría una «amenaza para la supervivencia» de Japón. China cominió a sus ciudadanos a no estudiar ni viajar a Japón, lo que entraña notable riesgo para los ingresos por turismo y podría provocar una segunda contracción trimestral consecutiva del PIB, con lo que Japón entraría técnicamente en recesión. Varias empresas minoristas, fabricantes de bienes de consumo y aerolíneas relacionadas con el turismo encajaron fuertes caídas.

Los beneficios empresariales crecen pese a los aranceles y batir las previsiones

El crecimiento medio de los beneficios del primer semestre de unas 1.060 empresas de la sección principal de la Bolsa de Tokio fue del 7% interanual, según Nikkei, superando las previsiones del consenso (del 5%) y marcando un récord histórico. El impulso del tema de la IA contrarrestó con creces los temores asociados a los aranceles impuestos por EE.UU. Tras una caída del 12% en el primer trimestre, los beneficios habían aumentado un 32% en el segundo. Las empresas cuyos beneficios crecieron ascendieron al 63% (frente al 55% del año pasado), la cifra más alta desde la recuperación postpandémica. El aumento de los beneficios fue generalizado, mejorando en 20 de los 36 sectores. La caída en el caso de los fabricantes (-6%), por efecto de los aranceles y la apreciación del yen, quedó compensada por el crecimiento de los beneficios en las no manufactureras (+17%).



De las 143 empresas con cierre fiscal en marzo que han presentado hasta ahora sus resultados, el 57% superó las previsiones del consenso gracias a la inversión en IA, la estabilización del tipo de cambio y la competitividad de sus productos. Entre las que destacaron por sus beneficios netos se cuentan Toyota (en primer lugar) y Nintendo (en séptimo). En cuanto a previsiones y estimaciones, casi el 40% de las mayores empresas revisaron al alza sus previsiones de beneficios para el ejercicio fiscal que finalizará en marzo de 2026 gracias a la demanda, relacionada con la IA, de redes eléctricas y semiconductores. Esto supone el 36% de las 280 empresas que han publicado estimaciones, frente al 26% del año anterior, el porcentaje más alto de los últimos cuatro años.

Mayor exposición de los inversores de EE.UU. a acciones de tecnología e IA

Según Goldman Sachs, los inversores estadounidenses estarían posicionándose en masa en acciones japonesas centradas en tecnología e IA, añadiendo que tal nivel de participación activa no se veía desde octubre de 2022. La rentabilidad de las acciones japonesas expresada en dólares mejoró por la apreciación del yen (2,5%) y el renovado optimismo suscitado por las medidas de estímulo del primer ministro Takaichi. La creciente participación de EE.UU. en el mercado japonés implicaría también un giro hacia las acciones orientadas al crecimiento en detrimento de las de valor. Goldman espera asimismo que las entradas de fondos extranjeros motivadas por necesidades de diversificación vayan a más.

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 2,25%)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

INDIA

El afianzamiento de la economía y niveles de valoración por debajo de la media avalan un mayor potencial alcista del mercado indio

Atendiendo a los principales parámetros de valoración (PER normalizado, ratio capitalización bursátil/PIB), el mercado indio estaría en torno a la zona neutral tras un periodo de niveles de valoración elevados respecto a sus medias históricas. En consonancia con ello, no apreciamos motivos para ser particularmente cautelosos en este mercado, sobre todo dadas las tasas de crecimiento de las ventas y de los beneficios, mucho mejores que en el pasado, y que avalarían valoraciones futuras más elevadas. En el peor de los casos, la rentabilidad del mercado bursátil indio estaría en línea con el coste esperado del capital (6,5%).

Los factores de crecimiento estructurales siguen ahí

El mayor crecimiento entre las grandes economías. La previsión del Fondo Monetario Internacional (FMI) es que el crecimiento del PIB real de la India en el año fiscal 2025-26 será del 6,6%. En la misma línea se han publicado informes indicativos de que la tasa de crecimiento anual compuesto (tasa de CAC) de su economía entre 2024 y 2030 podría rondar el 11% en términos nominales, con lo que su PIB ascendería a 7,3 billones de USD en 2030. Un análisis anterior de PricewaterhouseCoopers (PwC) estimaba un escenario en el que la tasa de CAC de la India podría ser del 9% hasta 2034, a condición de que hubiera una fuerte inversión en capital humano, infraestructura física e I+D. Todas estas perspectivas de crecimiento a medio plazo están respaldadas por políticas que promueven la localización nacional de producción estratégica, la inversión en sectores intensivos en capital y reformas para mejorar la facilidad para hacer negocios.

Transición de un mercado de aspirantes a consumir a uno de consumidores adinerados. Esto puede observarse en el cambio de la demanda de los hogares, que está pasando de la categoría de bienes de consumo básicos a las de bienes de consumo discrecionales y aspiracionales. Claros beneficiarios de tal tendencia son los vehículos en propiedad, el turismo nacional y bienes duraderos de gama alta. La renta per cápita estimada para el año fiscal 2024-25 es de 2.600 USD, indicando las previsiones que podría ser de 5.000 USD en 2030. El porcentaje de gasto de los hogares dedicado a bienes de consumo discrecional (tras cubrir las necesidades básicas), que en 2025 ronda el 36%, superará según las previsiones el 43% en 2030. El porcentaje de hogares clasificados como «de renta elevada» está aumentando: según informes, habría pasado del 10% en 2010 al 19% en la actualidad, y previsiblemente alcanzará el 30% en 2035. Los segmentos *premium* de bienes de consumo de rápida rotación crecen entre dos y cuatro veces más rápido que los de calidad normal. Por ejemplo, los detergentes *premium* lo hacen al 26% anual, frente al 7% de los corrientes. Y el mercado de vehículos de gama alta (*SUV premium*) crece más rápido que el conjunto del mercado automovilístico, muestra clara del aumento de la demanda de productos *premium*. Estos datos ilustran cómo la India está dejando atrás una fase dominada por consumidores que procuran satisfacer necesidades básicas para entrar en otra en la que poseen un mayor poder adquisitivo y están dispuestos a gastar más en calidad, marca y experiencia, una tendencia que es esencial para la estrategia de inversión, el posicionamiento en sectores de consumo y la diferenciación de producto. Todo esto debería permitir una expansión sostenible de los sectores nacionales que dependen de la evolución del nivel de renta de los hogares.

Reforma fiscal y tributaria. La simplificación del impuesto sobre bienes y servicios (GST) y las medidas de política tributaria se proponen incentivar la formalización de la economía, ampliar la base impositiva y estimular la demanda interna; si se implementan sin contratiempos, estas reformas deberían impulsar el crecimiento a medio y mejorar la transparencia fiscal.

Posicionamiento externo y política comercial. Las negociaciones comerciales en marcha y la renovada diversificación de los mercados de exportación están contribuyendo a reducir la dependencia de un único socio comercial y a mejorar la resiliencia frente a la fragmentación geopolítica.

Estructura del mercado y acceso de los inversores. La profundización de los mercados de bonos y acciones, el aumento de emisiones y la mayor inclusión en índices han reducido las fricciones del mercado para los inversores extranjeros, al tiempo que han ampliado la base de inversores nacionales.

Ventajas de diversificación. Los activos indios brindan a las carteras globales ventajas de diversificación por baja correlación con muchos activos de mercados desarrollados y mejores perspectivas de rentabilidad, especialmente a largo plazo.

Riesgos

Suponen riesgos a corto plazo la debilidad cíclica del crecimiento, la persistente inflación, la volatilidad del tipo de cambio y la liquidez, y presiones de valoración específicas de cada sector. La dinámica de la oferta de deuda corporativa requiere una gestión activa del riesgo de selección.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (SENSEX): SOBREPODERAR

Deuda soberana: SOBREPODERAR (rendimiento objetivo: 5,50%)

Deuda corporativa: SOBREPODERAR

Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 89)

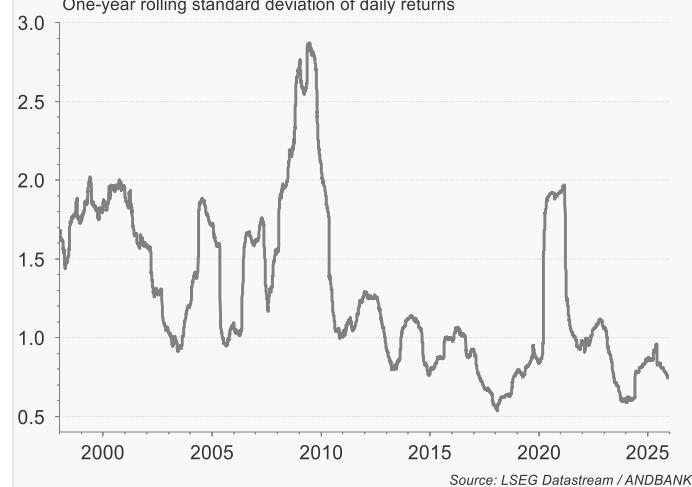
PE (itm) - India

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

La recuperación se consolida y las condiciones se normalizan

Macroeconomía y geopolítica

El análisis de la situación de Israel se ha centrado el último mes en hacerse cargo de una importante recuperación macroeconómica en un entorno geopolítico aún caracterizado por la fragilidad. La cifra de PIB del tercer trimestre sorprendió al ser muy superior a lo que cabría esperar: con un crecimiento anualizado del 12,4%, seguía a la contracción económica del 4,3% del segundo trimestre. El repunte, que fue generalizado, estuvo impulsado por el aumento de los componentes de consumo privado, exportaciones e inversión, lo que pone de relieve tanto la rápida normalización después de la guerra tras el enfrentamiento de junio con Irán como la disipación de las perturbaciones derivadas de dos años de conflicto en Gaza. La dinámica de la inflación continúa siendo favorable. El IPC de octubre se mantuvo estable, en el 2,5% interanual, cómodamente dentro del rango objetivo del Banco de Israel (del 1%-3%), lo que refuerza el argumento de desinflación y resiliencia de la actividad. Las expectativas de inflación, tanto basadas en el mercado como en encuestas, han tendido a la baja, por lo que la confianza de los responsables de elaborar las políticas en que la estabilidad de precios se está consolidando sin poner en peligro el crecimiento se ha visto reforzada.

En el frente geopolítico, el alto fuego en Gaza alcanzado con la mediación de EE.UU. más o menos parece mantenerse, y las tensiones con Irán han disminuido significativamente desde el punto álgido del verano. La mejora del perfil de riesgo percibido de Israel es patente en el mercado de divisas: el shekel, que se apreció alrededor de un 2% frente al dólar en el tercer trimestre de 2025, lleva ganado alrededor de un 11% en lo que va de año, situándose en máximos de varios años. Esta apreciación también contribuye a anclar presiones inflacionistas importadas. En materia fiscal, el Ministerio de Finanzas presentó el primer borrador de los presupuestos de 2026, aunque la probabilidad de que se aprueben es bien baja habida cuenta de la fragmentación política y los riesgos de coalición existentes.

Renta fija

El Banco de Israel mantuvo el tipo de interés de referencia intacto en el 4,5%, prolongando una pausa que se remonta a principios de 2024. Una encuesta de Reuters a finales de septiembre puso de manifiesto que, si bien la mayoría de los economistas no esperaban cambio alguno, apuntaban la posibilidad de un primer recorte ya en noviembre en el caso de que la inflación y las expectativas siguieran tendiendo a bajar. Ante un IPC de octubre en el 2,5% y la fortaleza del shekel, la valoración del mercado se ha inclinado más decididamente por el inicio de un ciclo de relajación en el corto plazo. Los rendimientos del mercado han permanecido notablemente estable: el rendimiento del bono a 10 años denominado en shekels ronda el 3,9%, nivel que mantuvo a lo largo de casi todo el mes pasado. La combinación de una política monetaria restrictiva con la inflación cómodamente situada en el objetivo y rendimientos a largo plazo anclados justo por debajo del 4% indica que los mercados están descontando un escenario de *aterrizaje suave* de la economía, riesgos fiscales manejables y repercusiones limitadas en el frente regional. El posicionamiento inversor también refleja mayor confianza: las entradas extranjeras en bonos en shekels han aumentado ligeramente y los diferenciales de crédito han seguido estrechándose.

Mercado de renta variable

La renta variable continúa siendo uno de los indicadores más claros del aguante económico que exhibe Israel. El índice TA-125 cotiza cerca de máximos históricos, en torno a 3.500 puntos, con ganancias de más del 50% en un año. La amplitud del mercado es mayor y se han afianzado los flujos hacia ETFs de renta variable israelí, lo que indicaría una creciente convicción en el argumento de crecimiento a medio plazo de Israel.

Tres temas de inversión dominan el panorama. 1) Sectores sensibles a los tipos de interés: los bancos nacionales y parte del sector inmobiliario se benefician de las expectativas de un ciclo de relajación; en particular, la mejoría en la demanda de crédito y la estabilidad de las condiciones de financiación han potenciado los beneficios de la banca. 2) Sector de defensa y aeroespacial: sus empresas siguen contando con un buen apoyo estructural en el elevado gasto en defensa y en las expectativas de que el Gobierno procederá por fin a la oferta pública inicial (IPO) de Israel Aerospace Industries (IAI); por lo demás, la elevada demanda mundial de sistemas antimisiles y vehículos aéreos no tripulados (drones) está apuntalando los niveles de valoración. 3) Tecnología y exportadores: las empresas tecnológicas y los fabricantes con exposición mundial se están beneficiando del impulso global asociado a la IA y la digitalización, así como de un shekel más estable y menos volátil. Las previsiones de beneficios de varias tecnológicas de gran capitalización se han tornado más optimistas.

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

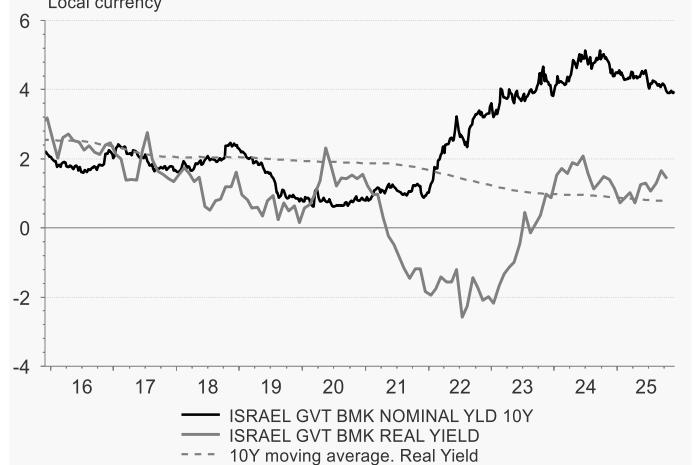
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

BRASIL

Dos factores configuran las perspectivas: la evolución de los tipos de interés y las elecciones de 2026.

Política monetaria

El Banco Central de Brasil (BCB) mantuvo por tercera vez consecutiva el tipo de interés oficial en el 15%, equivalente a un tipo de interés real del 9,9%, entre los más altos del mundo. Aunque la orientación facilitada por su Consejo (Copom) mantuvo el sesgo restrictivo y apuntó a que los tipos permanecerían en niveles elevados durante un periodo prolongado, el acta de la reunión contenía varios elementos de corte acomodaticio: i) reconocía avances tanto en la evolución de la inflación general como en las expectativas de inflación; ii) admitía el debilitamiento de la actividad económica; iii) expresaba confianza en que el nivel del tipo Selic sería suficiente para que la inflación regresase al objetivo (lo que anteriormente suscitaba dudas); iv) revisaba ligeramente a la baja la proyección del IPCA, del 3,4% al 3,3%, en el horizonte relevante de política monetaria (segundo trimestre de 2027). Muchos economistas sostienen que si el modelo económico del banco central no muestra convergencia de la inflación hacia el 3% (el punto medio del rango objetivo), el Copom no debería recortar los tipos. Sin embargo, cabe señalar que el modelo que proyecta una inflación del 3,3% ya presupone algunos recortes de tipos en el futuro. Pese a la postura más conservadora de los expertos macroeconómicos, los precios del mercado han comenzado a anticipar una bajada de tipos ya en enero de 2026, con una probabilidad implícita del 85%. Nosotros también esperamos el primer recorte del año en la primera reunión del Copom. Tanto si los recortes comienzan en enero como en marzo, el tipo Selic bien podría reducirse unos 300 pb, hasta rondar el 12%. Un factor clave en el alcance de los recortes son las perspectivas de las cuentas públicas, las cuales a su vez dependerán de los resultados de las elecciones presidenciales.

Inflación y actividad económica

El IPC se situó en octubre por debajo de lo esperado, con una subida de apenas 0,09 pp, el menor aumento mensual desde 1998, y la tasa interanual se situó en 4,68%. El dato de inflación subyacente, el índice de difusión y otros componentes llevan varios meses mostrando una dinámica equilibrada. Pese a que la inflación se mantiene por encima del objetivo, las expectativas siguen cayendo. Donde más persiste la inflación es en el sector servicios, que está apuntalado por un mercado laboral firme, un desempleo bajo en comparación con el pasado y subidas salariales en términos reales. Para 2026, el consenso del mercado sitúa la inflación en torno al 4%, todavía por encima del punto medio del rango objetivo, pero, de confirmarse, sería el menor dato anual desde 2018 (3,75%). En cuanto a la actividad económica, la estimación mensual del PIB se contrajo un 0,9% en el tercer trimestre de 2025, tras siete trimestres consecutivos de crecimiento. En lo que va de año la expansión registrada es del 2,6%, y del 3,0% en los últimos 12 meses. Tras cuatro años creciendo a un ritmo superior al 3%, el PIB brasileño podría hacerlo en torno al 2,2% este año y algo menos en 2026. Dada la orientación monetaria, aún claramente restrictiva, no sorprendería que la tasa de crecimiento fuera menor, inferior al 1,5%. No obstante, la política fiscal expansiva amortiguaría sus efectos: ya se han aprobado varias medidas de gasto público que deberían respaldar el consumo el próximo año. Cabe destacar la exención del impuesto sobre la renta a trabajadores que ganan hasta 5.000 reales, aprobada recientemente y que beneficiará a unos 19 millones de trabajadores, una parte relevante de los empleados de Brasil. Además, el salario mínimo se revisará al alza a principios de 2026 en torno al 7,5% en términos nominales (+2,5% real), lo que imprimirá otro impulso a los ingresos de los hogares.

Elecciones presidenciales

La carrera presidencial sigue abierta y sumamente reñida. Lula, que se presenta a reelección aspirando a un cuarto mandato, cuenta actualmente con un apoyo estimado del 40%-45% de los votantes. Cabe esperar que rivalicen con él varios candidatos de derecha o centro-derecha; esta parte del espectro político podría también lograr alrededor del 45% de los votos en una segunda vuelta (incluyendo una parte de la base de votantes del expresidente Bolsonaro). Así pues, no más del 10% de los votos podría decidir el resultado de los comicios. La situación económica favorece actualmente a Lula, pero su índice de aprobación no es alto, reflejo del cierto cansancio de los votantes con figuras políticas cuya trayectoria es ya larga. Además, seguridad pública y violencia figuran entre las principales preocupaciones expresadas en las encuestas. A medida que se acerquen las elecciones, la volatilidad política bien podría intensificarse. Los mercados ven la continuidad del actual gobierno y la posible victoria de la oposición como escenarios radicalmente opuestos, lo que eleva la incertidumbre de cara a 2026.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (iBovespa): INFRAPODERAR

Deuda soberana en BRL: SOBREPOND. (dif. obj.: 900 pb; rend. obj.: 13,50%)

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

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

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

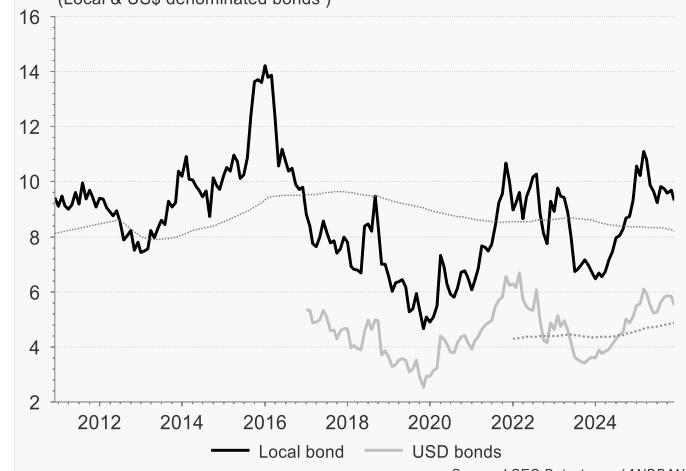
Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

MÉXICO

Los recortes de tipos apuntalarían el crecimiento, pero los mandatos políticos limitan la acción

Política monetaria

En su última decisión de política monetaria (octubre de 2025), el Banco Central de México (Banxico) recortó el tipo de interés de referencia en otros 25 pb, lo que contrasta con las reducciones de 50 pb de tres reuniones anteriores. Una vez más, la votación estuvo dividida y los miembros más ortodoxos del Consejo optaron por mantener el tipo intacto. Sigue percibiéndose una postura general acomodaticia, ya que las decisiones de política siguen centradas en el riesgo de desaceleración económica. Cabe señalar que el mandato de Banxico se centra exclusivamente en la estabilidad de precios, objetivo en el que ha mostrado creciente flexibilidad al recortar los tipos incluso cuando elevaba las previsiones de inflación subyacente para próximos trimestres. En particular, el último comunicado únicamente dejaba entrever un posible recorte adicional, en vez de continuación del ciclo de relajación, lo que modera ligeramente el tono general de acomodación monetaria. El mercado refleja expectativas de otro recorte en la reunión de diciembre y de tan solo uno adicional en 2026.

Actividad económica e inflación

El nivel de precios aumentó en octubre hasta situarse en el 3,57% interanual, pero con nuevos descensos del dato de inflación general. La inflación subyacente, persistente, está 28 pb por encima del límite superior del rango objetivo a largo plazo del banco central (3% ±1pp). La inflación de los bienes sigue mostrando tendencia al alza, aunque a menor ritmo, mientras que la inflación de los servicios aún no muestra una trayectoria descendente apreciable. Por lo que respecta al crecimiento económico, los principales catalizadores residen en las exportaciones. También esperamos la gradual recuperación del consumo privado, que se halla deprimido, en parte, por la infra ejecución del gasto público. En el lado negativo, la producción industrial ha disminuido y la inversión bruta en capital fijo lleva desde junio de 2024 estancada. La estimación preliminar del PIB para el tercer trimestre de 2025 reflejó una contracción, lo que apunta a un crecimiento plano (o, en el mejor de los casos, del 0,5%) para el año.

Política fiscal y comercial

Claudia Sheinbaum afirmó el 27 de octubre de 2025 que, tras tratarlo con Donald Trump, habían acordado ampliar el plazo de las negociaciones comerciales «unas semanas más», ya que la prórroga inicial de 90 días expiraba a finales de octubre. Superada esa fecha límite no se ha producido ningún anuncio público y detallado de un nuevo régimen definitivo para los aranceles (por ejemplo, un tope final o un nuevo tipo). En materia fiscal, el Congreso aprobó la Ley de Ingresos, que aplica aumentos al Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS) para bebidas azucaradas, cigarrillos, videojuegos violentos y apuestas online. Además, el tipo de la retención sobre los ingresos por intereses reales procedentes de inversiones en deuda también se incrementó del 0,50% al 0,90%.

Mercados financieros

Renta variable. El mercado bursátil mexicano, pese a su notable recuperación en 2025 (+24% en lo que va de año), aún entraña un buen potencial alcista. Nuestra estimación para final de año es de un ROE en línea con su media a largo plazo (15%), un PER de 15 veces (ligeramente por debajo de la media) y un crecimiento previsto de los beneficios de alrededor del 10%. Este marco respalda un objetivo a 12 meses (finales de 2026) de 72.000 puntos (actualmente: 61.000). El entorno se ha tornado más favorable para los activos mexicanos, ya que el país continúa beneficiándose de la reconfiguración del comercio mundial y de la ausencia de factores de riesgo-país específicos.

Renta fija. El diferencial entre el bono mexicano a 10 años denominado en pesos y el bono del Tesoro estadounidense se mantiene por debajo de 500 pb. Esperamos que este diferencial siga rondando los 500 pb, considerando las perspectivas de la política monetaria y el hecho de que los ajustes de las expectativas de evolución del USD a largo plazo han reflejado incertidumbre sobre la independencia de la Reserva Federal y posibles cambios de política durante el mandato de Trump. En el caso del bono mexicano denominado en dólares, el diferencial con el Treasury se ha estrechado aún más, situándose en 155 pb; nuestra previsión a medio plazo se mantiene en 200 pb.

Tipo de cambio. El peso sigue mostrando un notable aguante en un entorno volátil, habiéndose mantenido estable casi todos los meses desde el *Día de la Liberación*, cuando tocó brevemente las 20,85 unidades por dólar. En fechas recientes ha cotizado dentro de un estrecho rango de 18,30-18,50 pesos por dólar. Nuestra previsión es de 18,80 para finales de 2025 y de 19,50 para 2026.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

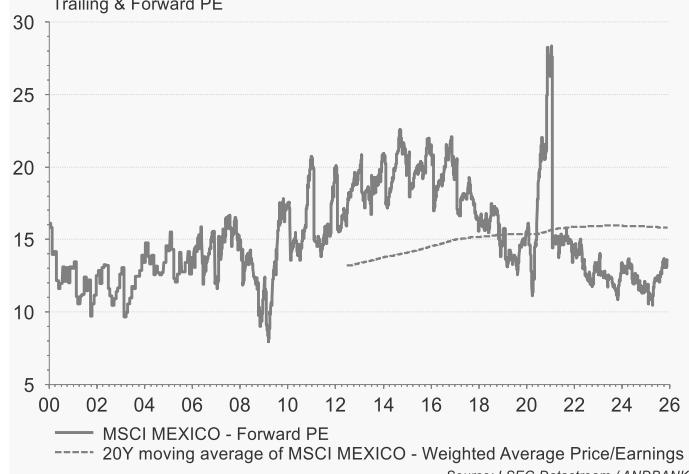
Deuda soberana en MXN: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 pb; rend. obj.: 9,25%)

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

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 19,50)

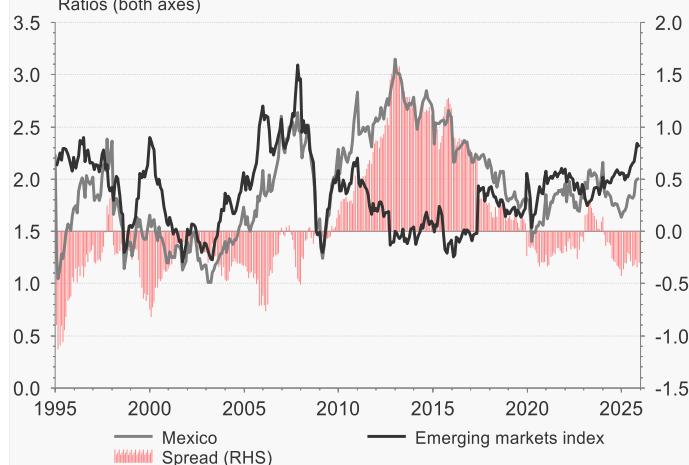
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



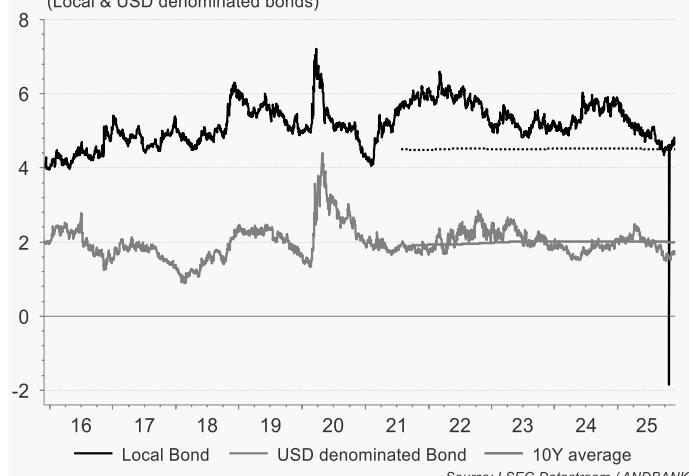
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 11

ARGENTINA

Milei quiere avanzar en las reformas estructurales en la segunda mitad de su mandato

Política: qué cabe esperar de las elecciones de noviembre

El Gobierno de Milei planea impulsar un paquete de reformas estructurales, con cambios principalmente en materia fiscal y laboral, aprovechando la composición más favorable del nuevo Congreso y un proceso de negociación más activo con los gobernadores provinciales. La reforma fiscal pretende simplificar el sistema fiscal general, eliminar los gravámenes que distorsionan (como el impuesto provincial sobre el volumen de negocios) y reducir tipos impositivos, ampliando al mismo tiempo la base para contener la evasión (por ejemplo, en el IVA). El Gobierno argumenta que un sistema más simple con menos impuestos estimularía la inversión privada y, al mismo tiempo, elevaría los ingresos provinciales. Por su parte, con la reforma laboral pretende modernizar el mercado de trabajo introduciendo cambios en convenios colectivos, ampliar el periodo de prueba, ajustar las normas de despido y medidas para reducir los litigios. Según el relato oficial, estos cambios reducirían los costes de contratación, fomentarían la creación de empleo y reducirían la informalidad. En cuanto a las negociaciones con los líderes provinciales, el Gobierno ha adoptado una estrategia de diálogo más institucionalizada a través de la Mesa Federal, con reuniones dirigidas por el presidente Milei y miembros clave del gabinete.

Política exterior: acuerdo marco de comercio e inversión con EE.UU.

El acuerdo marco de comercio e inversión entre EE.UU. y Argentina anunciado recientemente establece una base amplia que permite reforzar la integración económica entre ambos países. Aún no constituye un acuerdo de libre comercio pleno, pero establece principios y compromisos que guiarán un acuerdo más amplio. Un elemento central del mismo es la mejora del acceso al mercado. Argentina ampliará el acceso preferencial a una amplia gama de productos industriales y agrícolas estadounidenses, al tiempo que EE.UU. reducirá los aranceles sobre determinados recursos naturales e insumos farmacéuticos. El acuerdo también aborda las barreras no arancelarias: Argentina se compromete a eliminar licencias de importación restrictivas, suprimir su impuesto estadístico sobre los productos estadounidenses y abandonar los requisitos de burocracia consular, que obstaculizaban los flujos comerciales. La armonización normativa es otro pilar; en virtud de la misma Argentina reconocerá las normas técnicas estadounidenses e internacionales, incluidas las relativas a vehículos, y simplificará procedimientos de certificación para evitar la duplicación de pruebas.

Deuda corporativa: emisión récord de bonos

El mercado de deuda corporativa protagonizó un notable repunte en noviembre, registrando su mejor mes de la historia en emisión de bonos denominados en USD. Esta aceleración refleja una importante mejora de la confianza del mercado tras la victoria de la coalición de Milei en las elecciones de octubre, que propició una compresión sustancial de las primas de riesgo soberano. Pampa Energía (empresa integrada de energía) emitió 450 millones de USD en obligaciones a 12 años con un rendimiento del 8,125%, mientras que TGS (transporte y distribución de gas) le siguió al colocar 500 millones de USD en obligaciones a 10 años con un rendimiento del 8% tras haber recibido solicitudes por importe superior a 1.000 millones de USD. Edenor (distribución de energía eléctrica) sumó 201 millones de USD a sus bonos con vencimiento en 2030 y rendimiento del 10,1%, y Pluspetrol (exploración, perforación y producción de gas y petróleo) emitió 500 millones USD en bonos a 5,5 años con un rendimiento del 8,375%. Tecpetrol (exploración, perforación y producción de gas y petróleo) colocó 750 millones de USD en bonos a 2030 a valor nominal con una rentabilidad del 7,625%, e YPF (empresa estatal integrada de petróleo y gas) amplió la colocación de sus bonos con vencimiento en 2031 con 500 millones de USD adicionales y un rendimiento del 8,25%. Las Provincias también se están moviendo para aprovechar la mejora de la confianza del mercado. Ciudad de Buenos Aires fue la primera en regresar a los mercados internacionales, al tiempo que Santa Fe, Entre Ríos, Chubut y Neuquén valoran acometer operaciones similares.

Precios: repunte razonable ante tensiones preelectorales del tipo de cambio

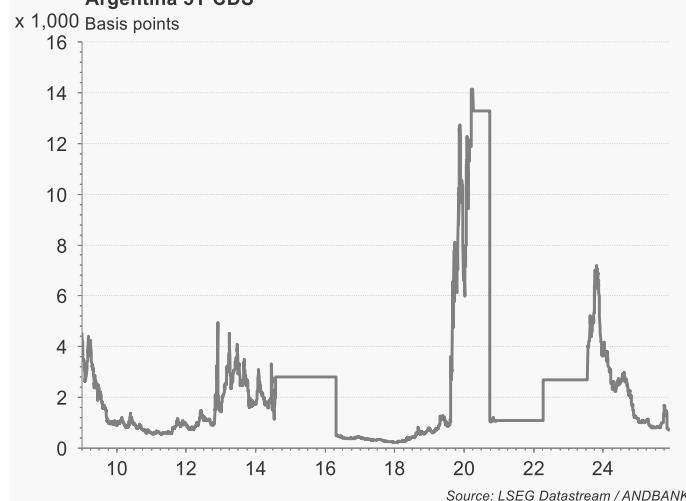
El IPC aumentó en octubre el 2,3%, ligeramente por encima de las expectativas del mercado (2,2%) y del 2,1% de septiembre. Con estos datos, la inflación anual alcanzó el 31,3%. Por componentes, la inflación subyacente se aceleró en el mes hasta el 2,2% (desde el 1,9% de septiembre), los precios estacionales subieron un 2,8% (frente al 2,2% anterior) y los precios regulados aumentaron un 2,6%, el mismo ritmo de septiembre. Adviértase que el mes pasado estuvo marcado por las elecciones legislativas nacionales, que elevaron la incertidumbre y volatilidad de los tipos de cambio, dos factores que contribuyeron al aumento de la inflación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

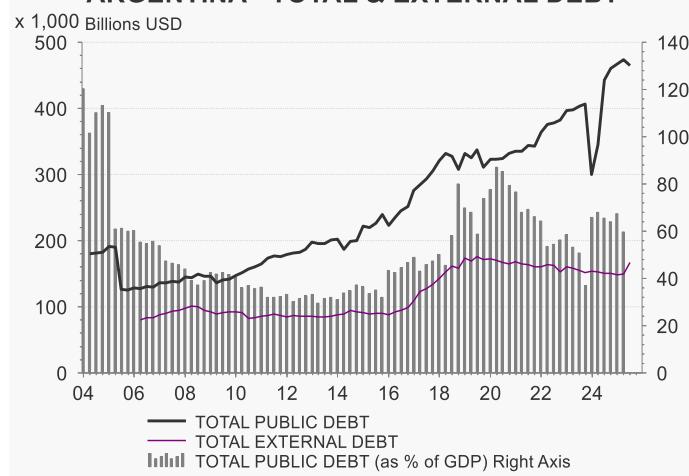
Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1.300)

Argentina 5Y CDS



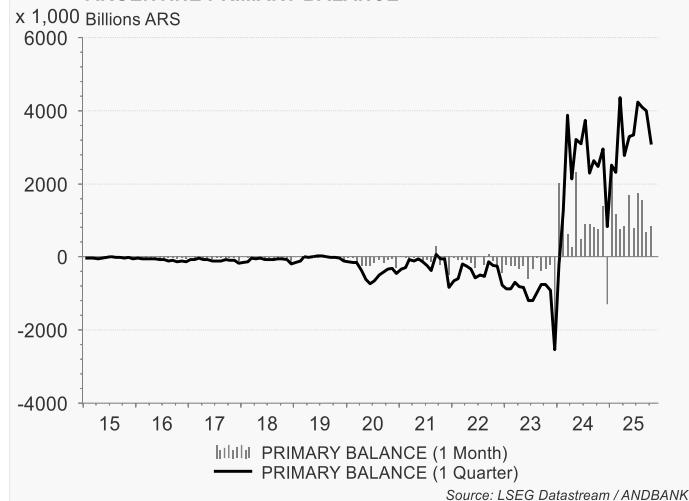
Source: LSEG Datastream / ANDBANK

ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ARGENTINE PRIMARY BALANCE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



RENTA VARIABLE

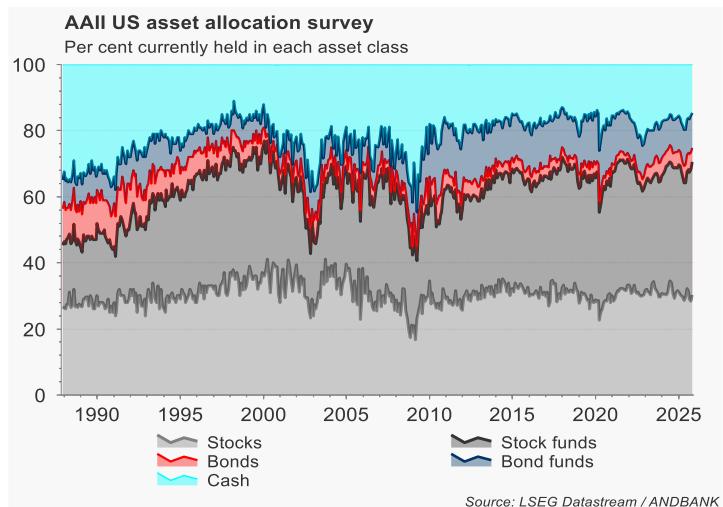
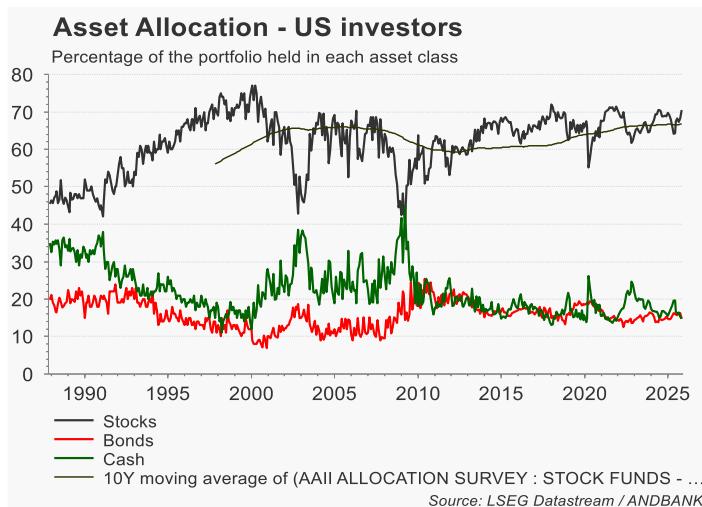
Página 12

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL Análisis fundamental

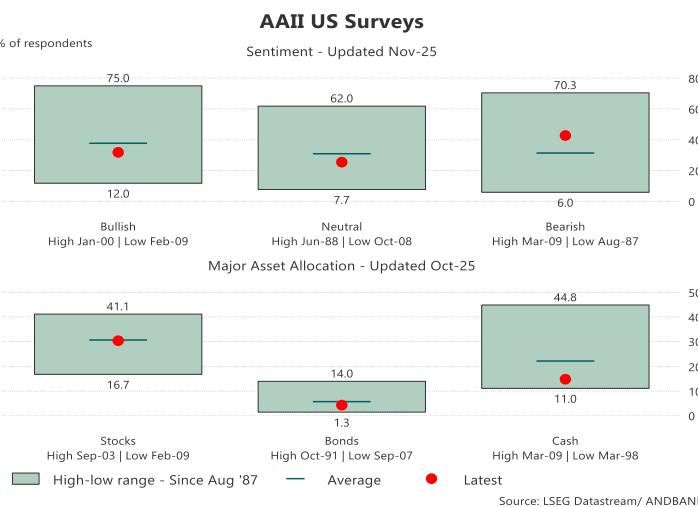
Index	Projected EPS 2025	Projected EPS 2026	Projected EPS Growth 2026	PE (EPS 2025)	Price Earning (forward)	Equity Yield	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Target PE (EPS 2026) Year end 2026	Implied Equity Yield at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2026)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	271,0	300,8	11,0%	25,14	22,65	4,42%	0,32%	2,00%	26,00	3,85%	-0,25%	6.813	7.821	14,8%	OW
Europe - Stoxx Europe 600	36,0	38,2	6,0%	15,99	15,08	6,63%	3,88%	5,00%	16,00	6,25%	3,49%	575	611	6,1%	OW
Spain IBEX 35	1.163,0	1.224,0	5,2%	14,19	13,48	7,42%	4,19%	5,70%	14,00	7,14%	3,92%	16.498	17.136	3,9%	MW
Mexico IPC GRAL	4.603	4.993,0	8,5%	13,81	12,73	7,86%	-0,88%	-0,90%	13,50	7,41%	-1,33%	63.551	67.406	6,1%	MW
Brazil BOVESPA	16.000	17.309,0	8,2%	9,91	9,16	10,91%	-2,49%	-1,10%	10,00	10,00%	-3,40%	158.611	173.090	9,1%	UW
Japan TOPIX	184,0	202,4	10,0%	18,16	16,51	6,06%	4,21%	4,00%	18,00	5,56%	3,71%	3.341	3.643	9,0%	OW
China SSE Comp. A share	257,0	275,0	7,0%	15,90	14,86	6,73%	4,91%	4,80%	16,00	6,25%	-0,04%	4.086	4.400	7,7%	UW
China Shenzhen Comp	93,0	103,2	11,0%	26,48	23,85	4,19%	2,37%	1,25%	26,00	3,85%	-2,44%	2.462	2.684	9,0%	MW
India SENSEX	3.923	4.178,0	6,5%	21,72	20,40	4,90%	-1,66%	-2,00%	23,00	4,35%	-2,21%	85.226	96.094	12,8%	OW
MSCI EM ASIA	45,9	54,8	19,5%	16,44	13,76	7,27%			15,00	6,67%		755	823	9,0%	MW

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

SECTION A: EARNINGS OUTLOOK

Exhibit 1A. STOXX 600: Q3 2025 Earnings Dashboard

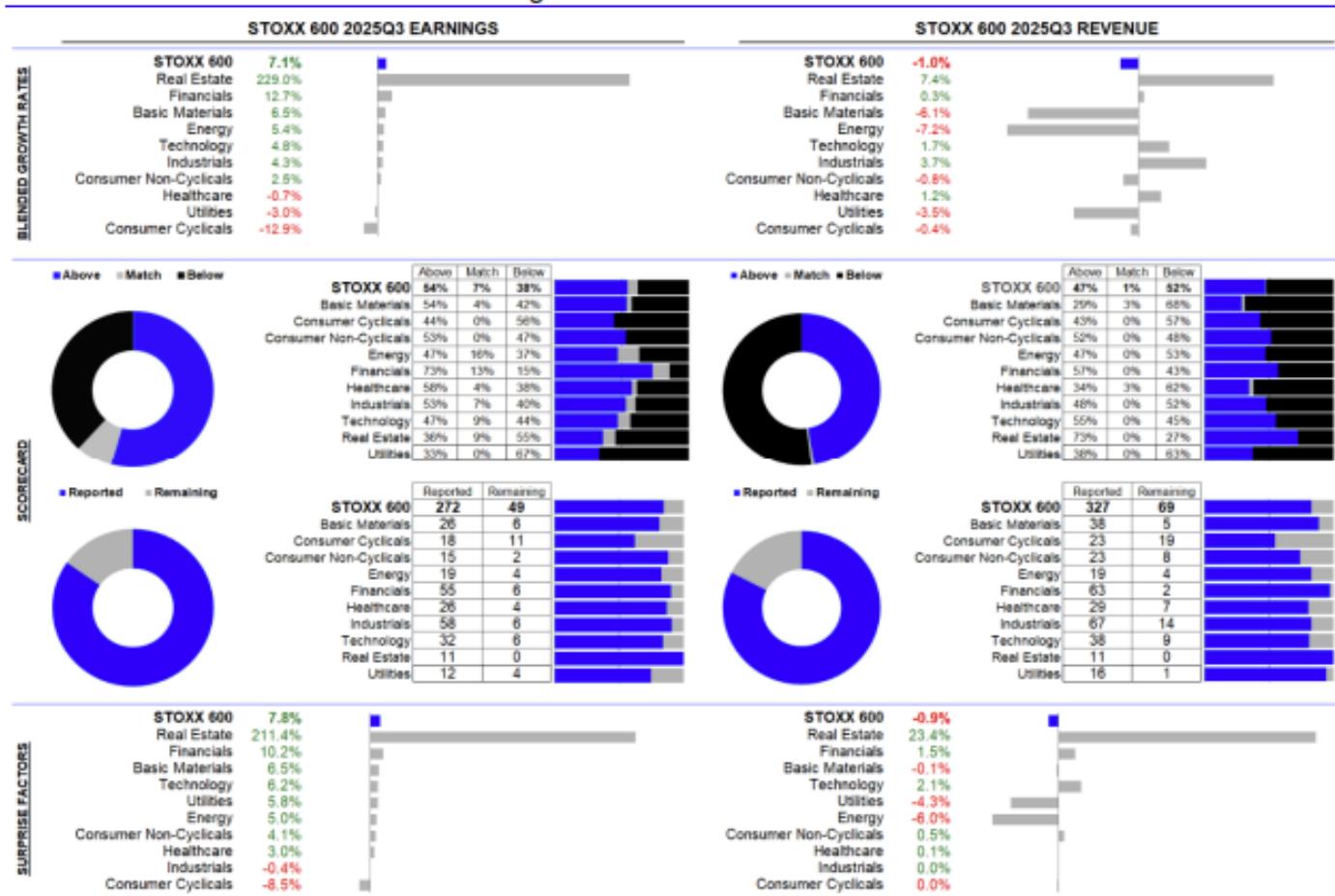
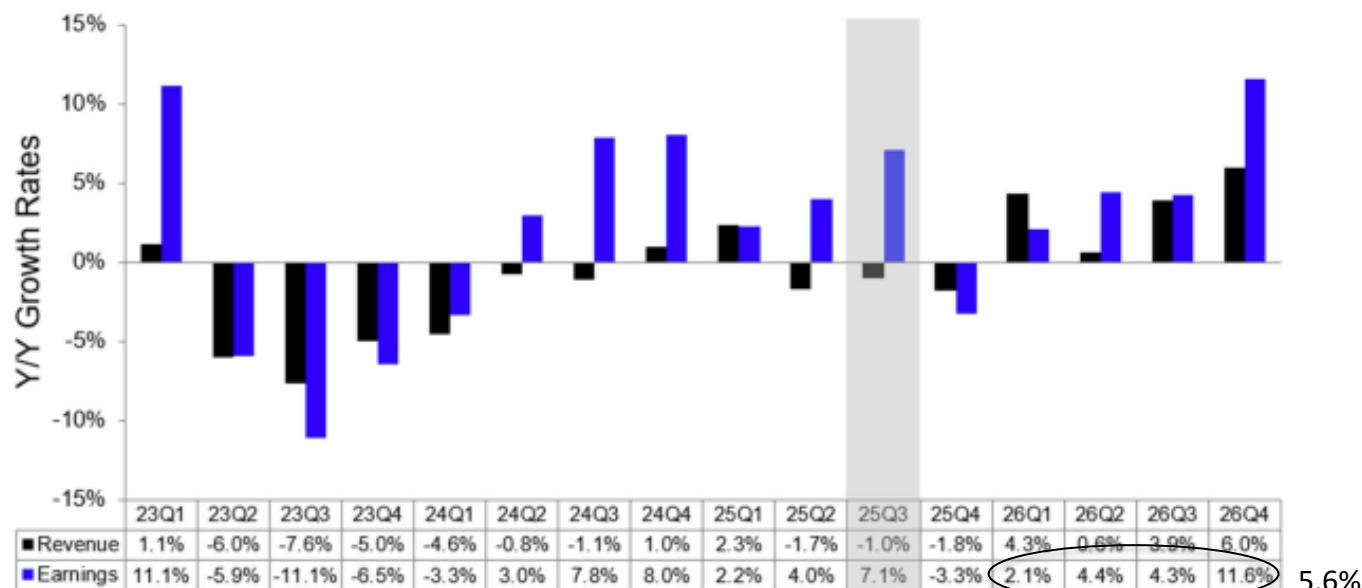


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates





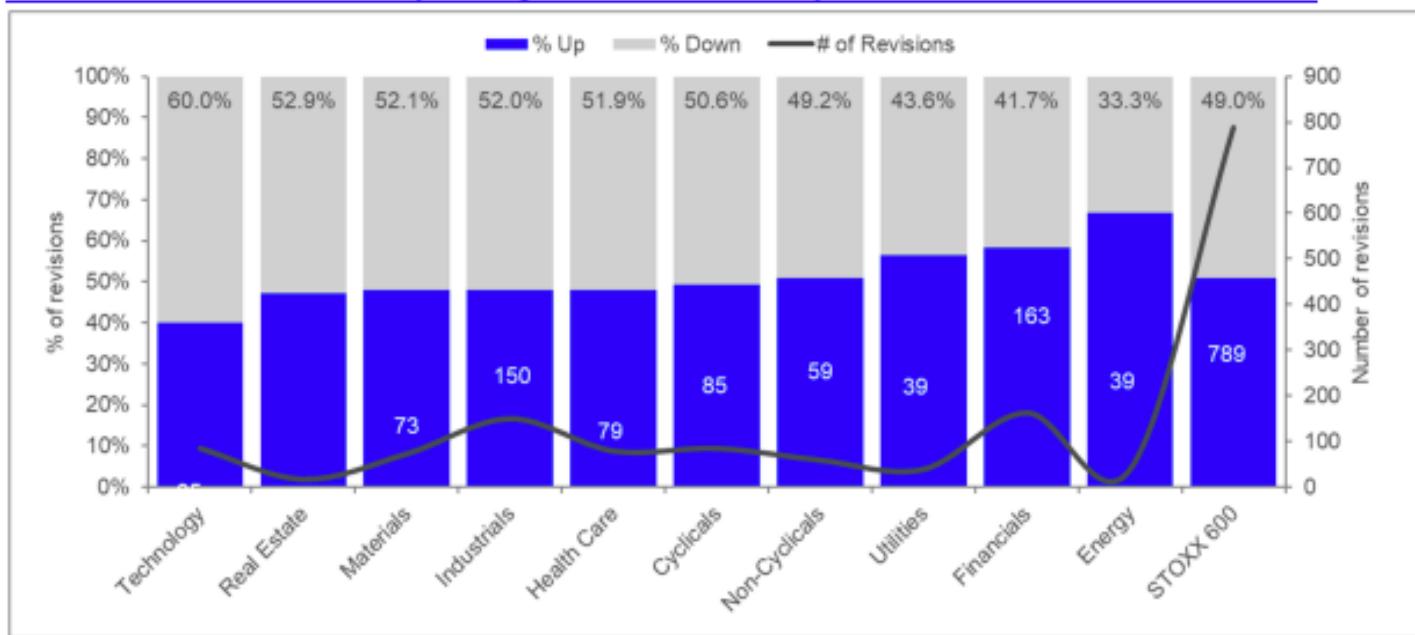
RENTA VARIABLE

Página 14

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

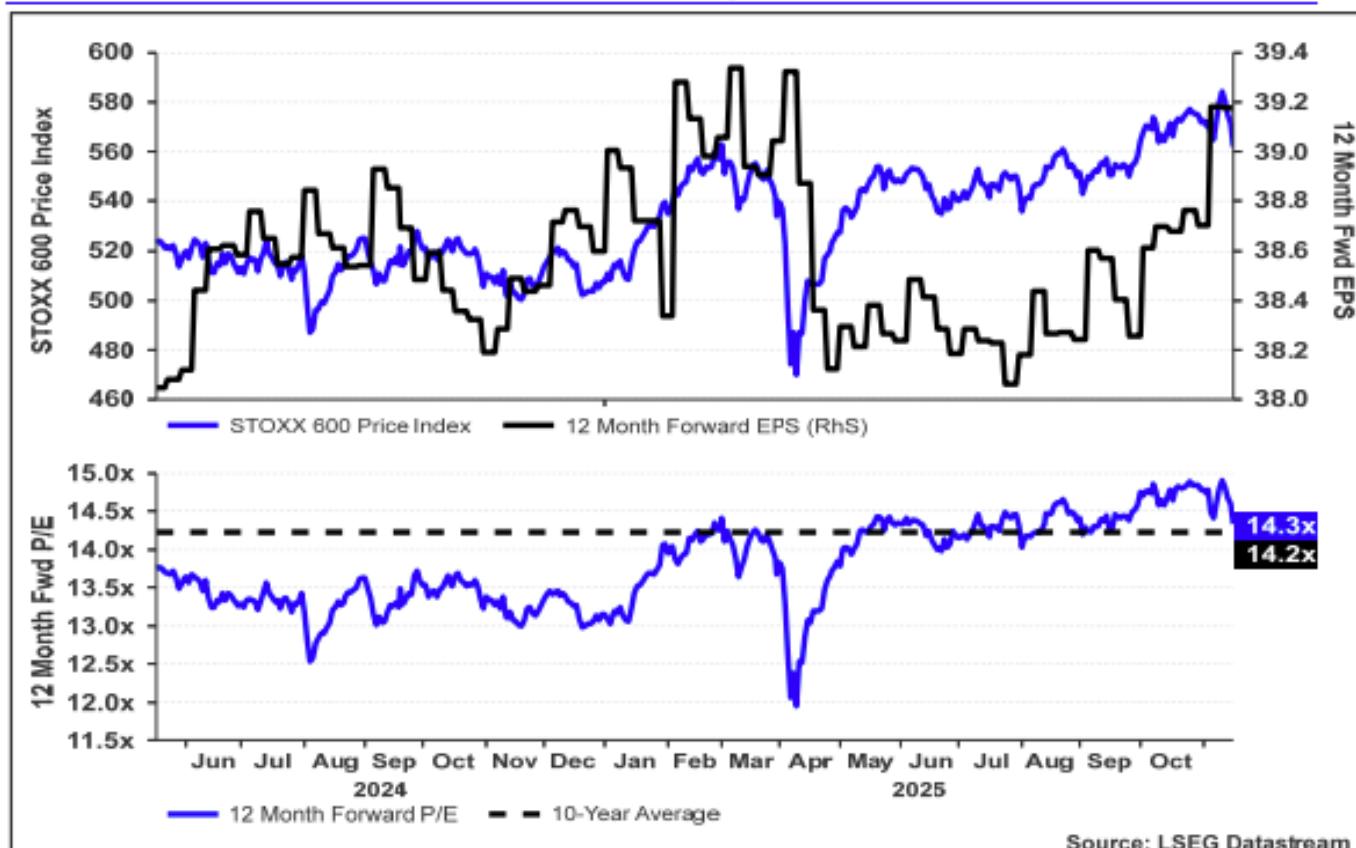
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EUROPA

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend

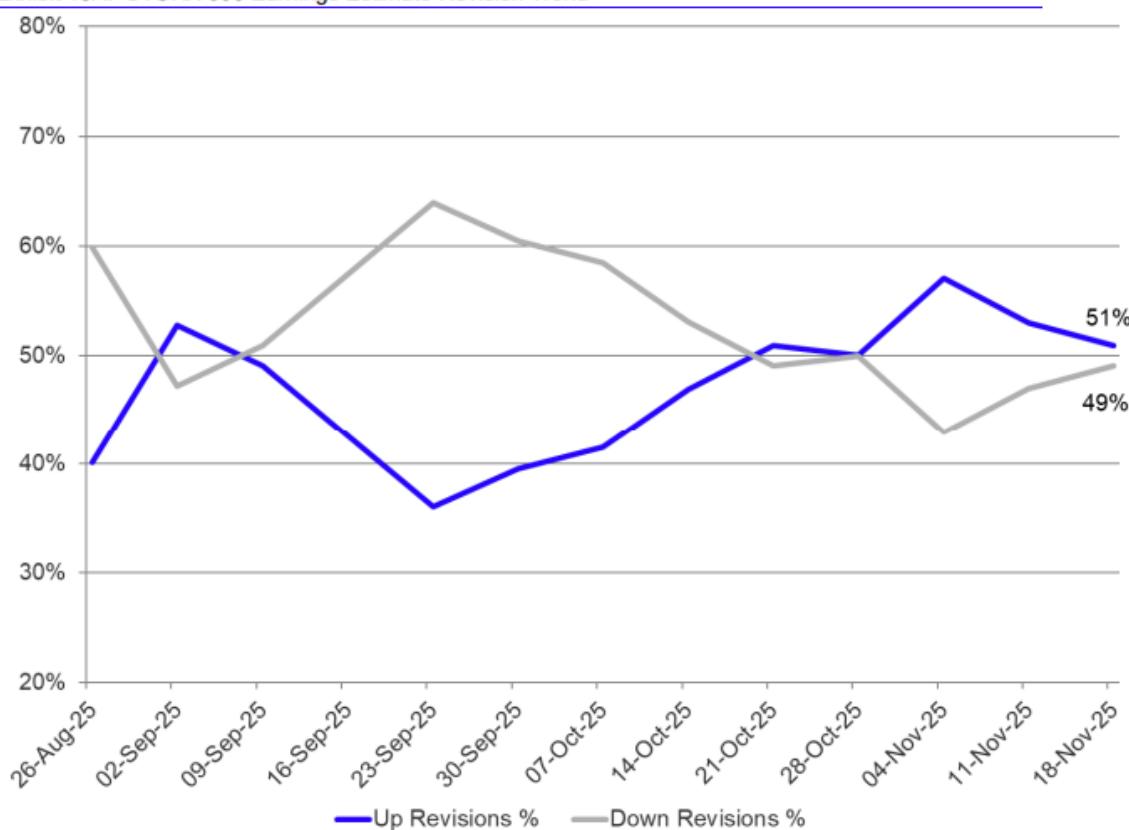
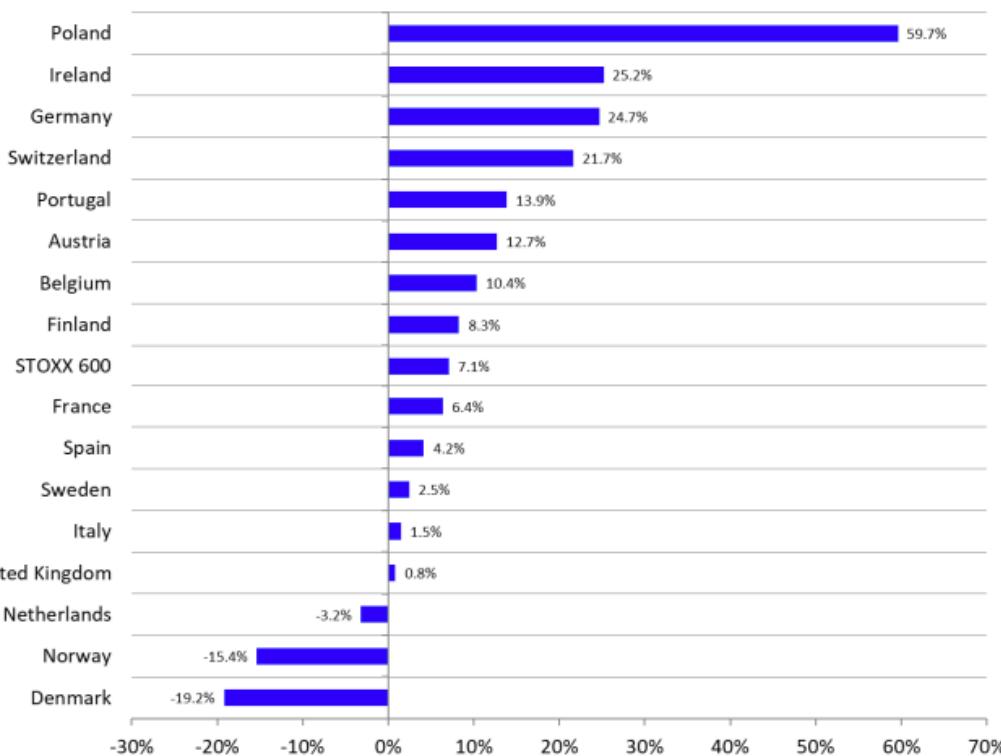


Exhibit 12A. STOXX 600: Q3 2025 Earnings Growth Rate Estimates by Country





RENTA VARIABLE

Página 16

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2025Q3 S&P 500 Earnings Dashboard

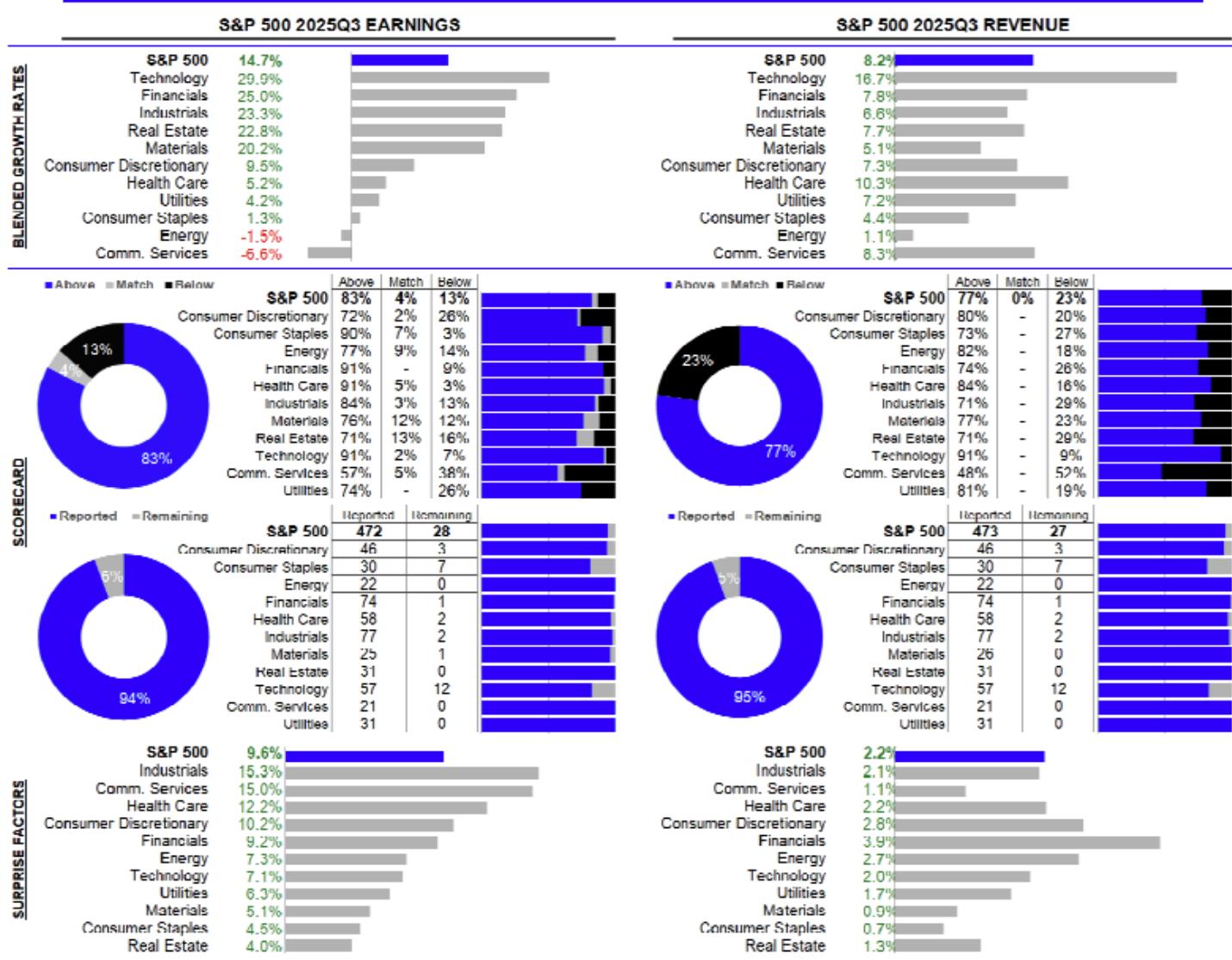
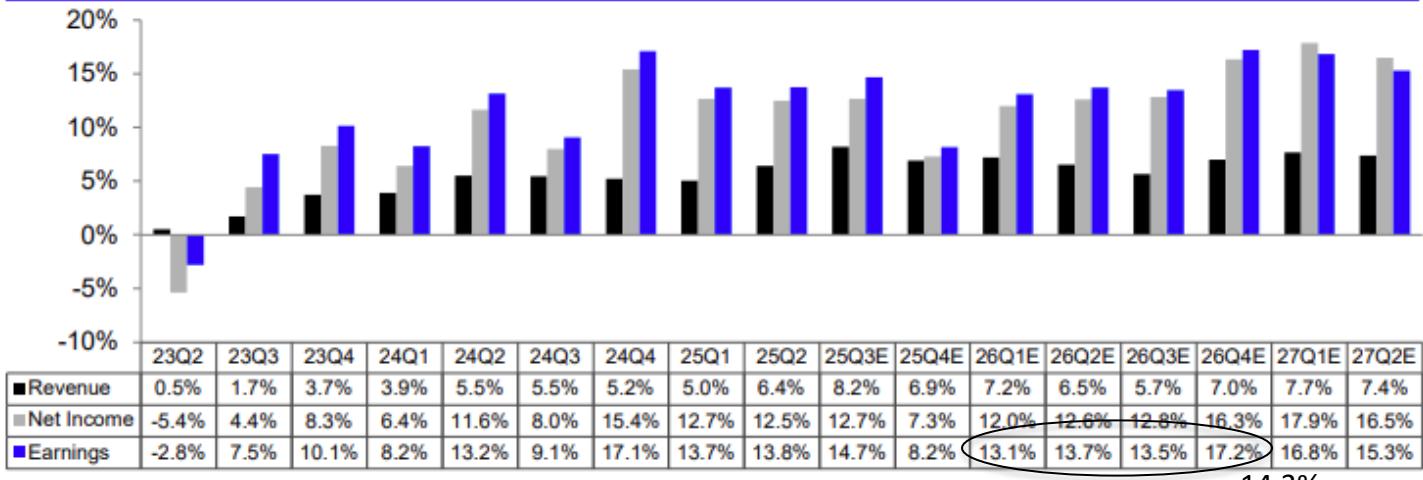


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



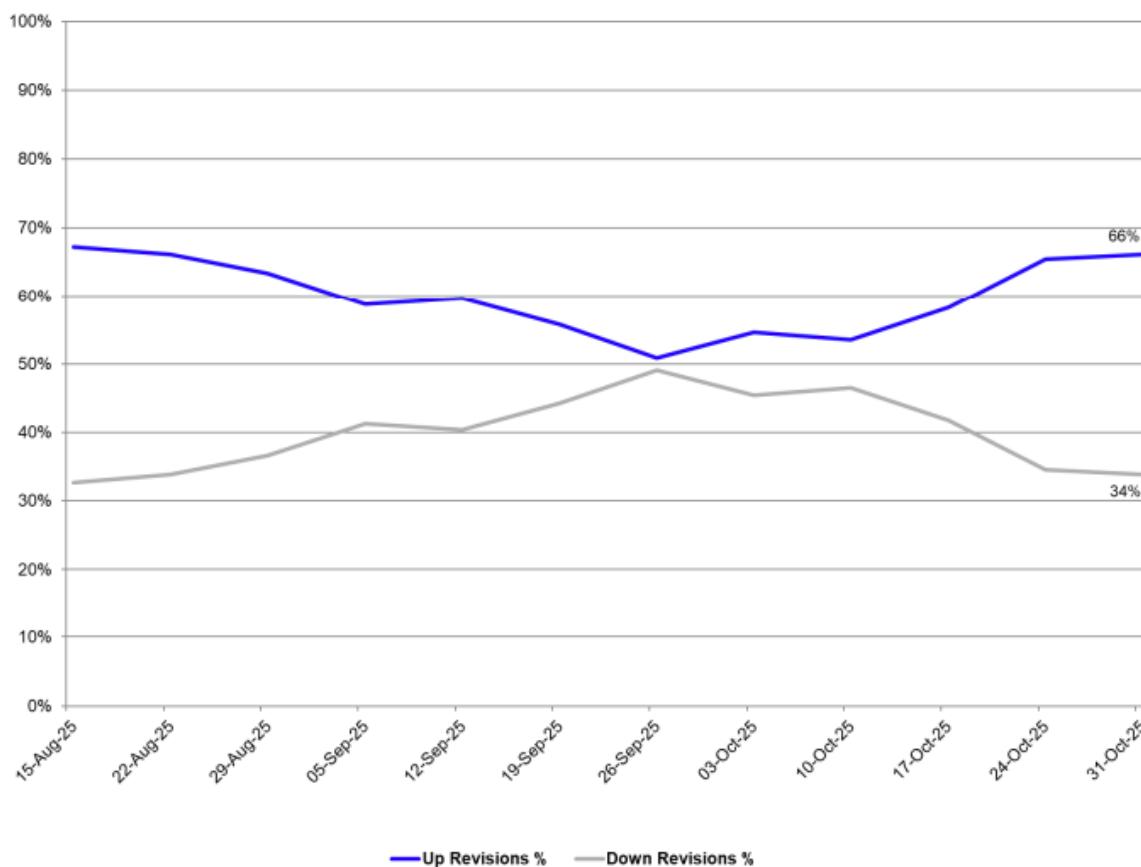
RENTA VARIABLE

Página 17

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

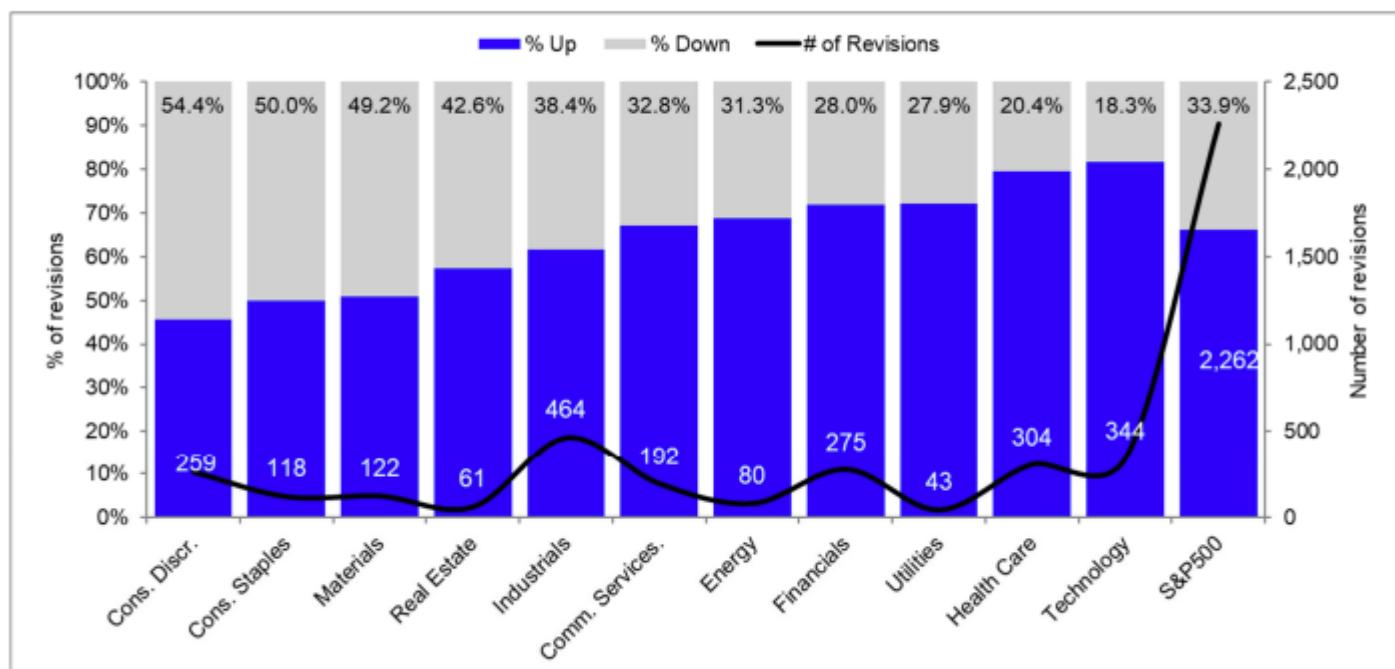
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EE.UU.

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: 50-60 USD/barril

Comprar por debajo de 50 USD; vender por encima de 60 USD.

Factores alcistas a corto plazo para los precios del crudo

- Dos de cada tres participantes del mercado encuestados consideran improbable que la OPEP recorte la producción el próximo año. (Bloomberg). Por su parte, el crecimiento de la demanda mundial de petróleo podría prolongarse más de lo inicialmente esperado. (Goldman Sachs).
- Fuerzas iraníes capturaron un petrolero después de que este atravesara el estrecho de Ormuz. (Bloomberg)

Factores bajistas a corto plazo para los precios del crudo

- **Excedente en 2026.** La Agencia Internacional de la Energía (AIE/EIA) prevé que el mercado mundial se enfrentará el próximo año a un excedente aún mayor de petróleo, habida cuenta de que la OPEP aumentará la producción. (Reuters)
- **Fuerte caída de los ingresos rusos.** Los ingresos petroleros de Rusia volvieron a caer en octubre al disminuir los volúmenes exportados y abaratarse los precios. Esto aumenta la presión sobre Rusia y debería favorecer las negociaciones de paz, lo que podría llevar a una reducción de la prima de riesgo que incorpora el precio del crudo. (Reuters)
- Según Oilprice.com, la India ha comprado 5 millones de barriles de petróleo a Estados Unidos, Irak y Emiratos Árabes Unidos, disminuyendo de este modo su dependencia del petróleo ruso. Además, la empresa india Reliance compró un millón de barriles de crudo pesado a Kuwait. Efectos sobre los precios del petróleo al margen, esta evolución de los acontecimientos podría contribuir a negociaciones de paz que pudieran celebrarse tras dejar la India de comprar (o reducir al menos considerablemente la compra) de crudo ruso y tras las amenazas de sanciones estadounidenses a los principales productores rusos (como Rosneft y Lukoil) y de nuevas sanciones occidentales. Según el *Times of India*, las refinerías indias están aumentando de forma generalizada sus importaciones procedentes de Oriente Medio (Arabia Saudí, Irak, Kuwait) para compensar la disminución de volúmenes rusos. El distanciamiento de Rusia parece, por tanto, efectivo. Cabría pensar que esto acelerará el proceso por el que Rusia perdería apoyo y financiación y se dificultaría la continuidad de la guerra en Ucrania. En cualquier caso, el hecho de que algunas refinerías importantes estén cambiando de proveedores demostraría que las sanciones tienen efectos en la práctica en términos de riesgo contractual, riesgo de pago y riesgo de cumplimiento. La pérdida de un comprador importante o la reducción de la demanda de crudo ruso presionan los márgenes de exportación de Rusia al complicar el transporte y la logística, pudiendo obligarla a aplicar descuentos mayores o a reducir la inversión en producción. Una merma significativa en los ingresos rusos procedentes del petróleo aumentaría la presión económica sobre el Estado ruso (y, por ende, contribuiría a facilitar los procesos de negociación o el reajuste estratégico). Dicho esto, la India siguió siendo en octubre el segundo mayor comprador de petróleo ruso; para diciembre, con todo, la mayoría de las refinerías indias habrán reducido las compras de petróleo ruso. (RT)
- Arabia Saudí, Irak y Kuwait aumentarán el suministro de petróleo a la India en diciembre. (Reuters)
- La refinería china Yanchang Petroleum está evitando el petróleo ruso. (Reuters)
- Según Oilprice.com, las entregas de petróleo ruso a Asia a través de la Ruta del Mar del Norte no han aumentado como se esperaba debido al hielo y a las sanciones.
- La acumulación de mil millones de barriles de petróleo varados a la espera de comprador indicaría que las sanciones surten efecto. (Bloomberg)
- El presidente Donald Trump estaría dispuesto a aprobar el nuevo proyecto de ley para imponer sanciones a Rusia siempre que mantuviera la autoridad o capacidad de decisión final sobre cualquier medida de este tipo, según un alto funcionario de la Casa Blanca. Trump declaró a la prensa que «le parecía bien» que los republicanos trabajasen en elaborar una ley para imponer sanciones a países que hacen negocios con Rusia considerando el «fracaso de Moscú» en negociar un acuerdo de paz con Ucrania. informó Según la AIE, existe una «probabilidad considerable» de que se reduzca la producción de crudo ruso debido a las sanciones. (Bloomberg)
- Los flujos de petróleo ruso e iraní dirigidos hacia China podrían estrangularse en caso de seguir ampliándose las sanciones. (Bloomberg)

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 bombeo 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 por la recomposición de las reservas internacionales del banco central de China (PBoC). Según criterios tradicionales de valoración, y atendiendo a su precio relativo frente a otros activos, el precio relativo del oro está históricamente alto.

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 «líquido». 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 y inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, sin llegar la revalorización del metal áureo a superar a la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del PBoC de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas, lo que actualmente favorece al oro.

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

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



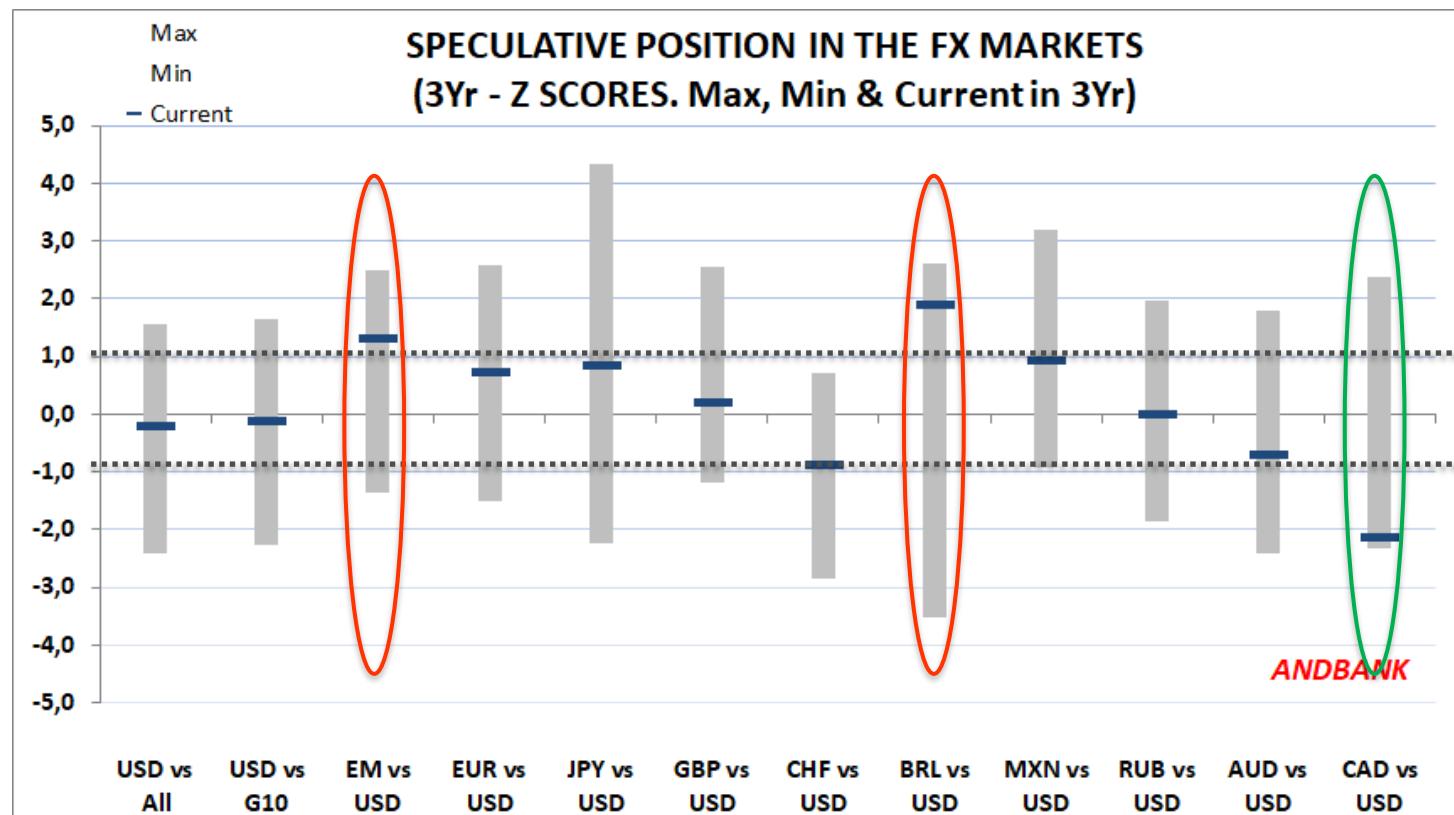
TIPOS DE CAMBIO

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	-4,78	0,87	32,1	-28,2	-0,9	-0,20
USD vs G10	-1,27	1,82	32,7	-25,4	0,5	-0,10
EM	3,51	0,95	3,9	-0,8	1,9	1,32
EUR	17,13	-0,27	23,4	-8,6	10,2	0,75
JPY	3,72	-2,45	15,7	-15,0	-4,0	0,85
GBP	-0,37	2,41	4,4	-6,5	-0,9	0,20
CHF	-4,30	-0,27	0,2	-6,0	-2,9	-0,86
BRL	1,12	0,51	1,2	-0,8	0,1	1,91
MXN	2,39	0,44	3,3	-0,5	1,5	0,94
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,76	1,63	6,1	-6,5	-1,3	-0,70
CAD	-9,78	-1,87	6,1	-9,8	-1,3	-2,12

— 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 2026	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-0,4%	15,8%	6.813	7.821	14,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,8%	13,5%	576	611	6,0%
	SPAIN - IBEX 35	3,0%	42,4%	16.516	17.136	3,8%
	MEXICO - MXSE IPC	1,2%	28,4%	63.551	67.406	6,1%
	BRAZIL - BOVESPA	6,1%	31,9%	158.611	173.090	9,1%
	JAPAN TOPIX	0,3%	20,0%	3.341	3.643	9,0%
	China SSE Comp. A share	-1,4%	16,3%	4.086	4.400	7,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-1,9%	25,8%	2.462	2.684	9,0%
	INDIA - SENSEX	1,5%	9,1%	85.228	96.094	12,7%
	VIETNAM - VN Index	4,7%	35,5%	1.717	1.918	11,7%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-3,2%	26,4%	755	823	9,0%
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,2%	8,0%	4,10	4,50	0,9%
Core countries	UK 10 year Gilt	-0,2%	4,9%	4,48	4,75	2,3%
	German 10 year BUND	-0,7%	-1,0%	2,76	3,00	0,8%
	Japanese 10 year Govie	-1,4%	-5,1%	1,85	2,25	-1,4%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,4%	1,5%	3,23	3,60	0,2%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,4%	3,6%	3,47	3,75	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,3%	0,8%	3,06	3,40	0,3%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,4%	-0,1%	2,93	3,30	0,0%
	Greece - 10yr Gov bond	-0,7%	1,5%	3,33	3,80	-0,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	3,1%	52,85	60	2,4%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,7%	5,2%	256,40	290	3,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	4,6%	51,29	75	3,7%
	Credit USD HY - CDX HY	0,8%	7,3%	323,39	400	4,8%
Fixed Income EMEA	Turkey - 10yr Gov bond (local)	6,3%	8,4%	29,17	30,00	22,5%
Fixed Income Asia	China - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,2%	1,82	1,25	6,4%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,3%	7,8%	6,56	5,50	15,0%
	(Local currncy) Singapore - 10yr Gov bond (loc	-1,1%	8,3%	2,12	1,50	7,1%
	Indonesia - 10yr Gov bond (loc	-1,3%	11,9%	6,29	5,10	15,8%
	South Korea - 10yr Gov bond (loc	-2,1%	-1,2%	3,26	3,25	3,3%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,4%	4,2%	1,28	2,25	-6,5%
	Philippines - 10yr Gov bond (loc	0,7%	7,4%	5,85	4,75	14,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	6,2%	3,48	3,00	7,3%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	3,5%	2,05	1,25	8,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	-4,8%	3,96	4,00	3,7%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,3%	23,0%	8,74	9,50	2,7%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,3%	13,6%	5,75	6,50	-0,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,2%	27,7%	13,40	13,50	12,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	5,9%	15,6%	5,94	6,50	1,4%
Commodities	Oil (WTI)	-2,3%	-17,2%	59,5	65,00	9,3%
	GOLD	7,2%	53,7%	4.213,6	3.500	-16,9%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,7%	12,2%	1,16	1,15	-1,0%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,5%	5,6%	1,32	1,36	2,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	6,2%	0,88	0,85	-3,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,0%	-11,3%	0,80	0,87	8,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,6%	-0,6%	0,93	1,00	7,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,3%	-0,8%	155,95	150,0	-3,8%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,9%	11,3%	181,09	172,5	-4,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,3%	-12,1%	18,30	19,50	6,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-0,5%	-1,3%	21,26	22,43	5,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-13,3%	5,36	5,40	0,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,4%	-2,8%	6,22	6,21	-0,2%
	USDARS (price of 1 USD)	0,5%	40,9%	1.451	1.000	-31,1%
	USDINR (price of 1 USD)	1,3%	5,0%	89,85	89	-0,9%
	CNY (price of 1 USD)	-0,7%	3,1%	7,07	7,25	2,5%

* 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



Andres Sinclair
US: Equity, Bonds & Corporates
+1(305)702-0600



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



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



Rodrigo Utrera
Europe: Equity
+34 917 453 400



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



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



Miguel Angel Olmeda
Sector Dynamics, Micro Trends &
Thematic Insights
+34 915 239 890



Silvia Baum Ludmer
Brazil: Economics & Central Bank
+55 11 30957070



Juan Rodriguez
Sector Dynamics, Micro Trends &
Thematic Insights
+34 917 453 400



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



Javier Hernández Muñoz
Sector Dynamics, Micro Trends &
Thematic Insights
+34 917 453 400



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



Alex Fusté
EM Asia, China & 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 deseé 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 incurrir 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.