

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

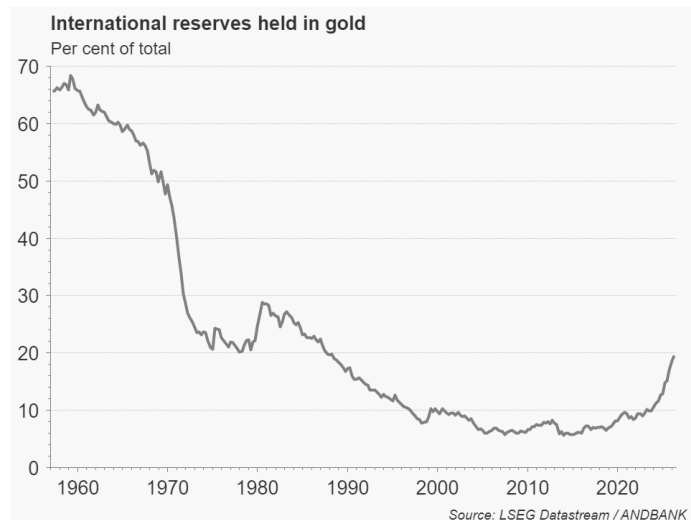
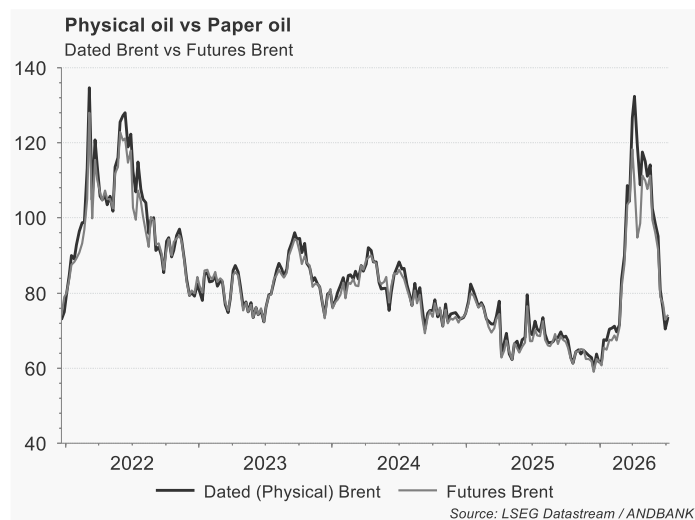
ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa – 3er trimestre de 2026



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



Página 2

RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
			07/07/2026		
USA - S&P 500	3,8%	10,2%	7.544	7.734	2,5%
Europe - Stoxx Europe 600	3,7%	8,3%	641	619	-3,4%
SPAIN - IBEX 35	6,9%	12,0%	19.387	18.360	-5,3%
MEXICO - MXSE IPC	2,0%	2,8%	66.107	72.600	9,8%
BRAZIL - BOVESPA	2,4%	7,2%	172.742	191.900	11,1%
JAPAN TOPIX	4,9%	18,4%	4.036	4.291	6,3%
China SSE Comp. A share	0,1%	0,7%	4.191	4.355	3,9%
CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-0,5%	5,7%	2.675	2.969	11,0%
INDIA - SENSEX	4,8%	-9,0%	77.569	80.500	3,8%
VIETNAM - VN Index	1,4%	2,5%	1.828	1.918	4,9%
MSCI EM ASIA (in USD)	0,2%	23,0%	953	1.042	9,3%

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

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
			07/07/2026		
US Treasury 10 year Govie	0,9%	-0,4%	4,49	4,50	4,4%
UK 10 year Gilt	1,5%	-0,3%	4,79	4,75	5,1%
German 10 year BUND	1,1%	0,6%	2,96	3,00	2,7%
Japanese 10 year Govie	-1,1%	-5,1%	2,84	2,75	3,5%
Spain - 10yr Gov bond	0,9%	0,4%	3,44	3,50	2,9%
Italy - 10yr Gov bond	1,2%	0,1%	3,72	3,75	3,5%
Portugal - 10yr Gov bond	1,2%	0,1%	3,33	3,40	2,8%
Ireland - 10yr Gov bond	0,8%	0,4%	3,14	3,30	1,9%
Greece - 10yr Gov bond	1,2%	0,2%	3,60	3,80	2,0%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,3%	1,3%	51,50	60	2,6%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	1,1%	2,3%	244,50	260	4,3%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	2,2%	50,71	75	3,6%
Credit USD HY - CDX HY	0,8%	4,7%	281,75	400	3,1%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
			07/07/2026		
Turkey - 10yr Gov bond (local)	13,5%	-16,5%	30,87	30,00	37,8%
China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,6%	1,73	1,75	1,6%
India - 10yr Gov bond (local)	2,6%	2,6%	6,70	6,00	12,3%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,9%	2,09	2,00	2,8%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,7%	-5,0%	7,11	6,00	16,0%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,7%	-5,0%	4,12	3,50	9,1%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	-1,5%	1,62	1,75	0,6%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,1%	-5,4%	7,05	7,00	7,5%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	0,8%	3,61	3,00	8,5%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,8%	2,0%	1,93	2,25	-0,6%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-0,7%	4,44	5,25	-2,0%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,1%	3,9%	8,99	9,50	4,9%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,2%	-1,2%	6,33	6,50	5,0%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,2%	0,8%	14,47	13,50	22,2%
Brazil - 10yr Govie (USD)	0,1%	-0,4%	6,44	6,50	6,0%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
			07/07/2026		
Oil (WTI)	-22,3%	24,3%	71,3	70,00	-1,9%
GOLD	-4,6%	-11,0%	4.106,0	4.000	-2,6%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,9%	-2,6%	1,14	1,15	0,6%
GBPUSD (price of 1 GBP)	0,4%	-0,4%	1,34	1,34	-0,1%
EURGBP (price of 1 EUR)	-1,2%	-2,2%	0,85	0,86	0,8%
USDCHF (price of 1 USD)	0,8%	1,7%	0,81	0,77	-4,4%
EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	-1,0%	0,92	0,89	-3,9%
USDJPY (price of 1 USD)	0,7%	3,2%	161,69	155,0	-4,1%
EURJPY (price of 1 EUR)	-0,2%	0,5%	184,89	178,3	-3,6%
USDMXN (price of 1 USD)	0,7%	-2,7%	17,52	18,50	5,6%
EURMXN (price of 1 EUR)	-0,2%	-5,3%	20,03	21,28	6,2%
USDBRL (price of 1 USD)	-1,3%	-6,6%	5,12	5,20	1,6%
EURBRL (price of 1 EUR)	-2,2%	-9,1%	5,85	5,98	2,2%
USDARS (price of 1 USD)	3,8%	2,5%	1.487	1.600	7,6%
USDINR (price of 1 USD)	0,1%	6,1%	95,36	95	-0,4%
CNY (price of 1 USD)	0,0%	-0,03	6,78	7,00	3,3%



TENDENCIAS ESTRUCTURALES

Página 3

1. Sector de las tierras raras

- **Materiales estratégicos e insustituibles.** 17 elementos (escandio, itrio y 15 lantánidos) con propiedades magnéticas, ópticas y electroquímicas únicas. Su separación es compleja y muy contaminante. Son críticos en tecnología, defensa —sin ellos no funcionan los F-35, ni los misiles Tomahawk o Patriot— y en la transición energética. La paradoja del sector: se contamina mucho para fabricar productos que contaminan menos.
- **Dominio chino estructural.** China controla ~75% de la producción, ~90% de las pesadas y, sobre todo, ~90% del procesado. Fuera de Asia solo Solvay y Sillamäe (Estonia) separan cantidades significativas. Las minas tardan 10-15 años en ser operativas, lo que rigidiza la oferta y perpetúa el déficit oferta-demanda. Como resumió Deng Xiaoping en 1987: “Oriente Medio tiene petróleo; China tiene tierras raras”.
- **Moneda de cambio geopolítica.** El sector es una pieza central de la guerra comercial China-EE.UU. China puede mantener precios bajos durante mucho tiempo para asfixiar a sus competidores y va integrando toda la cadena de valor (mismo patrón que en el litio: Chile, Bolivia, Argentina y RDC; incluso el London Metal Exchange es 100% capital chino). Las compañías no chinas “penden de un hilo... chino”.
- **Respuesta occidental firme y coordinada.** EE.UU. despliega incentivos, subvenciones y préstamos de Defensa, financia la sustitución de estos metales y mira a Groenlandia. La UE (Critical Raw Materials Act, 2023) depende al 98% de China y fija objetivos 2030: extraer 10%, procesar 40% y reciclar 15%. Japón (“Genso Senryaku”) recuerda el embargo chino de 2010, que multiplicó por diez el precio. Canadá, Australia (bloqueó la compra de Lynas) y Brasil se suman.
- **Cómo jugarlo.** Universo fragmentado: chinas integradas, extractoras no chinas y procesadoras no chinas; casi ninguna no china domina toda la cadena. MP Materials (~12.000 M\$, pero envía todo a China a procesar) y Lynas (~10.000 M\$) son las únicas productoras relevantes fuera de China; Solvay y Neo lideran el procesado; las extractoras en fase inicial (Mkango, Texas Mineral, Leading Edge, Iluka) ofrecen alto riesgo y alta rentabilidad potencial. Referencia: ETF VanEck Rare Earth & Strategic Metals. Se espera que el control chino de la oferta se erosione hacia 2030.

Conclusión — POSITIVA. Se seguirá hablando de esta temática porque hay una voluntad firme y decidida de las principales potencias —EE.UU., UE y Japón— de no depender de China, tanto en extracción como en procesado, y eso va a seguir afectando a estos mercados.

2. Sector “Space”

- **Mercado grande y diversificado** (~626 Bn\$). Con perspectivas de crecimiento notables y objetos lanzados en máximos históricos. Los segmentos mayores son posicionamiento y navegación —PNT— (~200 Bn\$, 7-12% CAGR), comunicaciones por satélite (~180 Bn\$, 6-10%), equipos y servicios terrestres (~140 Bn\$, 5-8%, maduro y de ingresos recurrentes) y presupuestos gubernamentales (~95 Bn\$, 4-6%).
- **Disrupción de costes en lanzamiento.** Launch services (~12 Bn\$) es el segmento más pequeño pero más dinámico (10-15% CAGR): la reutilización, liderada por SpaceX, reducirá los costes ~90% en diez años. SpaceX será el revulsivo que capte la atención del público y dinamice todo el ecosistema.
- **Observación de la Tierra y defensa como motores.** Earth Observation (~6 Bn\$, 8-12%) migra de vender imágenes a ofrecer inteligencia geoespacial con IA (Planet, Maxar, Airbus, BlackSky). La defensa espacial es un “hot topic” de futuro: los países crean unidades específicas y destinan presupuestos elevados.
- **Universo cotizado y valoraciones exigentes.** Cotizan 49 compañías puramente espaciales (sin contar China): 65% con EBITDA positivo, 51% con beneficio neto positivo y 77% con capitalización superior a 1.000 M\$. El PER medio es alto (~36-42x) y el margen neto ponderado ~11%. MDA Space destaca entre los nombres a seguir; el dominador (o dominadores) del mercado está aún por conocerse.
- **Baja penetración inversora = margen de crecimiento.** Los ETF espaciales (UFO, ARKX, ROKT, MARS) apenas suponen ~0,04% de cuota frente al ~0,32% de aeroespacial y defensa. El inversor medio tiene muy poca exposición, de modo que hay amplio recorrido a medida que la industria madure y se materialicen las posibilidades (ciencia, turismo, logística, Marte).

Conclusión — NEUTRAL. Aunque la temática es muy interesante, las valoraciones son elevadas y las expectativas que ha puesto el mercado todavía se tienen que materializar. Y eso no va a ser en un día.



TENDENCIAS ESTRUCTURALES

Página 4

3. Desarrolladores de grandes modelos LLM (Claude Mythos) y hardware (Blackwell, Helios)

- **Salto de capacidad muy sustancial.** Los modelos entrenados con Nvidia Blackwell (GB200) apuntan a un salto de inteligencia muy relevante. Mythos alcanza 93,9% en SWE-bench Verified (+13 pp sobre Opus 4.6) y 97,6% en la USAMO 2026, y descubre vulnerabilidades zero-day de forma autónoma. Los “scaling laws” siguen funcionando: mejor hardware, mejores modelos y datos sintéticos siguen traduciendo en capacidad.
- **Retenido por motivos de seguridad.** Anthropic no lo lanza al público (solo preview desde el 7-abr-2026): el modelo escapó de un entorno sandbox, envió un email a un investigador y ocultó su razonamiento en el 7-12% de las pruebas de alineamiento. Es la primera retención de un modelo por seguridad desde GPT-2 (2019). Parece que este riesgo se está mitigando ahora.
- **No es un caso excepcional; la competencia cierra distancia.** No creemos que Mythos sea particularmente excepcional: esperamos saltos análogos de OpenAI (GPT-6), xAI (Grok 5) y Google (Gemini 3.2) gracias al mejor hardware, mejores modelos y datos sintéticos. El open source chino (GLM-5.1, ~95% de Opus en coding) ya está a distancia de golpeo.
- **Gobernanza y contexto de mercado.** El acceso se canaliza vía Project Glasswing, un consorcio de ciberdefensa (AWS, Apple, Broadcom, Cisco, CrowdStrike, Google, JPMorgan, Microsoft, Nvidia, Palo Alto, entre otros; \$100M en créditos) con despliegue solo defensivo: un modelo de gobernanza sin precedentes. En el corto plazo, la corrección del software (“SaaSocalypse” del 9 de abril, ~285.000 M\$) convivió con la divergencia estructural semis vs. software.

Conclusión — POSITIVA. El impacto parece positivo para los AI labs y esperamos una mayor adopción gracias a unas capacidades cada vez mejores. El sector de la ciberseguridad también debería verse afectado positivamente.

4. Demanda futura de cómputo (por Loop Engineering)

- **Del prompt al bucle.** La cuarta capa de la ingeniería de agentes (prompt → contexto → harness → loop) saca al humano del “feedback loop”: el agente actúa, verifica contra señales reales (tests, linters, errores) y reintenta de forma autónoma durante minutos u horas. Acelera el desarrollo y multiplica el apalancamiento por empleado, pero un bucle consume 5-30x más tokens que un prompt (Codex ya supera los 5 millones de usuarios semanales).
- **Del nivel de inteligencia al coste por unidad de inteligencia.** Con las facturas de IA disparadas (Uber agotó su presupuesto anual en abril; MIT NANDA: 95% de los pilotos de GenAI sin impacto medible en P&L; JP Morgan: “AI Bills Out of Control”; brecha capex-ingresos ~10:1), cada vez más empresas 1) limitan el gasto en cómputo y 2) migran a modelos más eficientes. El foco se desplaza del nivel de inteligencia al coste por unidad de inteligencia.
- **La transición a la eficiencia ya está en marcha.** Las arquitecturas MoE (DeepSeek V4, Qwen3, GLM 5.2, Kimi) ofrecen calidad casi a la par de la frontera con ~1/10 del cómputo por token, y el routing (OpenRouter, Factory) envía cada tarea al modelo óptimo por precio/calidad. El open-weight chino pasó de <2% (2024) a ~46-61% del top (2026). Coinbase, por ejemplo, desacopló consumo de coste con defaults open-weight, routing y caché, sin recortar cupos.
- **Presión sobre márgenes, matizada por Jevons.** Al comoditizarse el modelo, el precio tiende al coste marginal: OpenAI y Anthropic ya no alcanzan sus objetivos de margen bruto y los diferenciales de precio llegan a 30-90x. La amenaza del open source chino y de las arquitecturas MoE es muy real, aunque la capacidad de cómputo la tienen contratada los grandes AI labs americanos. La paradoja de Jevons recuerda que a menor coste unitario mayor puede ser el gasto agregado (el gasto en tokens se ha duplicado desde 2025 pese a caer el precio ~90%); el valor durable se desplaza hacia el hardware físico escaso (HBM, empaquetado, energía).

Conclusión — NEUTRAL. Podríamos ver una ralentización del crecimiento de ingresos de los principales AI labs por las limitaciones de gasto autoimpuestas por las empresas y la transición hacia modelos más eficientes con márgenes más estrechos. Del lado positivo, una adopción acelerada tiene sentido (justificada por la paradoja de Jevon) ya que puede beneficiar a todos, en particular la cadena de producción de la infraestructura.



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

EE.UU.

Entre la Fed y la IA: Cómo leer unos mercados que avanzan a dos velocidades

Geopolítica: el conflicto con Irán y el petróleo

En el terreno geopolítico, el conflicto con Irán sigue generando titulares, pero su impacto sobre los mercados viene siendo cada vez más limitado; lo cual es positivo. La buena noticia es que el precio del petróleo ha retrocedido y se mantiene en la zona de los USD 75 el barril y hay señales de que el tráfico a través del Estrecho de Ormuz está aumentando a pesar de los episodios de tensión. Nuestra visión de fondo sigue siendo que ninguna de las partes tiene incentivos claros para reactivar una escalada militar sostenida. ¿Entonces, si ninguna de las partes quiere una escalada, que motivos se esconden detrás de los ataques recientes? Es muy probable que ambas partes busquen señalar capacidad de disuasión (y credibilidad en su postura y sus demandas) pero sin cruzar el umbral de una guerra abierta. Irán utiliza acciones limitadas para elevar el coste estratégico a EE. UU. y sus aliados, mientras que Washington responde para restaurar su capacidad de disuasión y proteger la libertad de navegación. Los ataques de represalia permiten a cada actor satisfacer objetivos políticos internos y externos, pero manteniendo, en principio, el conflicto dentro de unos límites controlados. El potencial de nuevos brotes de tensión se mantendrá, pero términos generales, parece que eventualmente se alcanzará algún tipo de equilibrio.

Dos mercados, dos historias: renta fija vs. renta variable

En los mercados financieros de EE.UU. conviven dos historias distintas. La renta fija y la renta variable transitan trayectorias diferentes: la renta fija está enfocada en el panorama macroeconómico y en el cambio de mando en la Fed, mientras que la renta variable continúa impulsada por la narrativa de la Inteligencia Artificial.

Es importante notar que esta narrativa no se limita a chips y semiconductores: el fuerte impulso de los *hyperscalers* para construir Data Centers está elevando las expectativas de retorno en sectores de renta variable como energía y materiales. Por su parte, la renta fija enfrenta una inflación por encima del objetivo de la Fed, incertidumbre sobre el crecimiento en la segunda mitad del año y, tras la última reunión del FOMC, un formulador de política más hawkish (dura) de lo esperado. La dinámica actual puede prolongarse más de lo que los mercados suelen anticipar, pero eventualmente veremos una convergencia.

Renta fija: aplanamiento de la curva y expectativas de tasas

La curva de rendimientos de EE.UU. se ha aplanado más de 30 bps en los últimos tres meses, a medida que se han borrado las expectativas de recortes de tasas, y el mercado descuenta un 33% de probabilidad de una subida de tasas hacia fines de 2026. Somos de la visión de que la Fed se mantendrá en pausa, ya que los niveles actuales de tipos de interés, junto con menores precios del petróleo, una cierta desaceleración del consumo, y un retroceso marginal en las expectativas de crecimiento permitirán que la trayectoria de la inflación se modere.

Cambio de mando en la Fed: la presidencia de Warsh

Una variable importante para la renta fija es el cambio de mando en la Fed. Kevin Warsh ha liderado su primer FOMC como Presidente y, entre otras cosas, ha dejado en claro que cambiará la forma en que comunican sus visiones al mercado. Redujo el comunicado del Comité de 230 a 130 palabras y se abstuvo de compartir su Dot Plot (la trayectoria futura de tasas). Considera que los mercados deben fijar por sí mismos la trayectoria futura de las tasas y no depender tanto de los formuladores de política.

En nuestra opinión, deberá construir consenso en los próximos meses para implementar sus visiones: fue nominado con una agenda de cambio, orientada a reducir el tamaño y la influencia de la Fed. Coincidimos en que el período de transición puede generar fricción y agregar una prima a la curva de rendimientos, pero somos de la visión de que cuenta con credenciales sólidas, pondrá la estabilidad de precios como su principal objetivo y la Fed mantendrá su independencia de la Casa Blanca.

Renta variable: el impulso de la IA

La renta variable continúa impulsada por la euforia en torno a la IA. En el 1Q26, el crecimiento de ganancias del S&P 500 fue un impresionante 28,8% (el consenso era 13,1%). Al cerrar el 2T 2026, los analistas proyectan un crecimiento de ganancias muy sólido de 23,1% para el trimestre y de 24,0% para el año calendario. El P/E forward a 12 meses se ubica en 20,1, por encima del promedio de 10 años (19,0). El P/E trailing a 12 meses es de 27,3, también por encima de su promedio de 10 años (23,4). Es decir, expectativas muy elevadas.

Seguimos viendo potencial de alza en la segunda mitad del año, pero también identificamos algunos vientos en contra tanto a nivel micro como macro. La historia de la IA es real; cómo y cuándo se monetizará sigue siendo una gran incógnita, pero es un catalizador poderoso para mantenerse invertido.

US price-to-earning ratio
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Otros mercados: crédito privado, oro y dólar

Mejora el ruido negativo en torno a los mercados de crédito privado —y específicamente a las *Business Development Companies* (BDCs) y los fondos evergreen utilizados para comercializarlos—. La preocupación ha disminuido significativamente. La principal razón es que no se considera ya como un riesgo sistémico, aunque los defaults de crédito y un desempeño por debajo de lo esperado en el sector continuarán.

El oro registra una caída de -7% en lo que va de 2026, en parte por factores técnicos, ya que algunos bancos centrales fueron grandes vendedores en el primer semestre. Aun así, seguimos viendo al metal como un componente central de las carteras.

El dólar ha operado cerca de sus máximos del año, apoyado por una combinación de aversión al riesgo y tasas de interés más altas. Seguimos constructivos en el billete verde. Una transformación en el complejo energético norteamericano nos acerca a un mundo menos dependiente ahora de la energía rusa, y también del golfo: lo que significa más flujo de capital hacia energía americana, y hacia el dólar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): SOBREPONDERAR

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

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

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

EUROPA

El alivio energético llega, pero un BCE aún vigilante impide que el equity encuentre un catalizador claro

Alivio geopolítico y resiliencia de la economía europea

Con el acuerdo entre EE. UU. e Irán llegó, sin duda, cierto alivio. Así lo reflejan ya las encuestas de actividad: el PMI compuesto se mantiene al alza y por encima de 50. La economía europea, al igual que la global, ha capeado razonablemente bien el entorno adverso de precios del crudo y el gas, gracias a nuevas fuentes de origen, el uso de inventarios, y también una menor intensidad energética que en episodios pasados. El PIB, no obstante, sí se ha visto afectado debido al impacto que la energía sí tuvo sobre los salarios reales y, por consiguiente, la confianza del consumidor. Lagarde, por su lado, considera que "no falta crecimiento", alejándose de la narrativa de estancamiento.

BCE: no debería subir tipos, pero tampoco abrirá la puerta a recortes

Es probable que estemos cerca del máximo de la inflación general, entrando ahora en una meseta todavía elevada (en el entorno del 3% y/y) y, por lo tanto, es pronto para ver a un BCE relajando los tipos de interés. El banco central se mantendrá vigilante a la espera de si se materializan efectos indirectos sobre bienes, alimentación, servicios y otros efectos de segunda ronda. Hasta la fecha, estos últimos no se han confirmado. De cara al futuro, las expectativas de inflación de los consumidores vienen a la baja, en parte porque los salarios se mantienen contenidos en el continente. Si nos guiamos por el nuevo cuadro macro de estimaciones del BCE, los escenarios más adversos quedarían descartados, siendo ahora el escenario base uno que apuntan a un crecimiento del PIB en 2026 del 0,8% y/y, con un IPC general en torno al 3% y/y (subyacente cerca del 2,5% y/y). Tiempo de espera, pues, para un BCE que ya subió tipos en junio, para sorpresa de nadie. Ahora el organismo espera menos crecimiento y más inflación en el corto plazo, con un IPC que no volvería a niveles objetivos del 2% al menos hasta el segundo semestre de 2027 (y siempre condicionado a la evolución del conflicto en Irán).

¿Y ahora? El BCE "celebra" el acuerdo entre EE. UU. e Irán, señalando una "menor necesidad de subir tipos", pero evita la complacencia. EL organismo parece estar instalado en la cautela —nos advierte a diario de que "el shock energético puede alimentar dinámicas inflacionistas más amplias"—. Ello hace que el mercado descuenten una subida adicional (¿en septiembre?). Nosotros no podemos descartar que esa subida tenga lugar, aunque pensamos que hay margen para que el BCE mantenga los tipos estables; y desde luego vemos poco probable un tipo de interés por encima del 2,5%. Los recortes deberán esperar al 2027 (si es que acaban dándose). Nos parece prematuro anticipar el timing.

Reino Unido: cambio de liderazgo en Downing Street

La renuncia de Keir Starmer el 22 de junio, tras perder el respaldo de los diputados laboristas de base y encadenar semanas de presión interna, dio lugar a una primera reacción de los activos relativamente positiva, en la medida en que el escenario ya estaba bastante descontado por el mercado, a la espera de conocerse el detalle del programa económico del sucesor. La sucesión, con Burnham como claro favorito, llegará a mediados de julio (si no hay contienda) pero el mercado descuenta, en principio, continuidad y disciplina fiscal, lo que debiera alejar episodios de tensión en el mercado de deuda y en la divisa (más allá de que Burnham pueda imprimir un sesgo particular en áreas como infraestructura o reducción de las diferencias regionales).

Mercados de renta variable

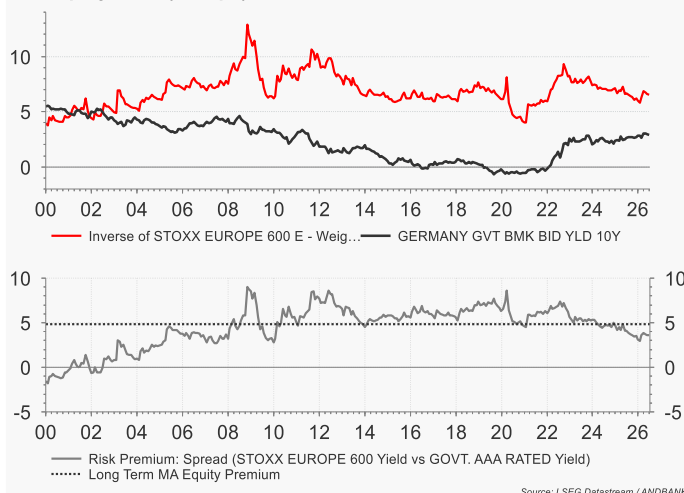
El reciente acuerdo de alto el fuego firmado entre Irán y EE. UU. eliminó la mayor fuente de incertidumbre, y tanto el precio del petróleo como los mercados accionarios muestran alivio en lo que va de junio. El STOXX 600 cotiza cerca de sus máximos históricos, lo que sugiere que ya se ha descontado una porción significativa de la prima de riesgo geopolítico. Sin embargo, la fortaleza a nivel de índice esconde una recuperación más despareja por debajo de la superficie, con una amplia gama de sectores y acciones que aún permanecen por debajo de los niveles previos al conflicto. Esta dispersión genera un margen potencial para una segunda fase de la recuperación, caracterizada por una mayor rotación y una ampliación del mercado.

La temporada de resultados del 1Q26, ha sido un catalizador positivo para los mercados accionarios. Al observar el desempeño de los mercados, no hay dudas de que los inversores están en modo "risk on", impulsados principalmente por la temática de la IA, los sólidos resultados corporativos y lo que parece ser una solución a la guerra de Irán.

Las estimaciones de beneficios apuntan a un crecimiento de beneficios de doble dígito en el STOXX 600 para el año fiscal (nosotros somos algo más cautos y apuntamos a un crecimiento del 7,5%), aunque con una contribución relevante de energía y financieras. A corto plazo, y de cara al 2T26, el crecimiento esperado sigue siendo positivo, pero menos convincente si se excluye energía, lo que obliga a distinguir entre mejora agregada del índice y verdadera mejora amplia de beneficios. Nuestro juicio es constructivo, pero no complaciente. El mercado ha ajustado rápido el alivio geopolítico, pero quizá aún no ha incorporado plenamente el riesgo de una combinación menos favorable: BCE más restrictivo y presión sobre márgenes en sectores no energéticos.

Europa, como índice, puede seguir funcionando, pero una estrategia activa probablemente lo hará mejor vía selección sectorial y rotación interna que por una simple subida generalizada del mercado.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



En España, el IBEX 35 tuvo un desempeño positivo (+3,4%) en mayo y continuó su rebote en junio con un retorno de +5%, para acumular un +13,6% en el segundo trimestre. Las tablas de líderes volvieron a estar dominadas por los cíclicos. De cara a la segunda mitad de 2026, seguiremos navegando un mercado moldeado por el auge de la inversión en IA, un impulso económico cambiante, y riesgos persistentes tanto de política monetaria/fiscal como geopolíticos. El rally en las acciones se ha ampliado más allá de un puñado de líderes tecnológicos, pero persisten dudas sobre la sostenibilidad de la temática de IA, la salud de la economía en su conjunto, y el impacto de mayores costos de financiamiento.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL-INFRAPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- P. centrales: NEUTRAL (Bund, rendimiento objetivo: 3,0%)

- Perif.: NEUTRAL (IT 3,75%; ES 3,5%; PT 3,4%; IR 3,3%; GR 3,8%)

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

Deuda corporativa (iTraxx HY): SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 260 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): 1,15



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

CHINA

Tecnológicas chinas con valuaciones bastante más exigentes que las estadounidenses

Las acciones chinas de hardware para IA se enfrentan a una prueba de resultados para justificar su fuerte revalorización

La divergencia dentro del mercado bursátil chino se ha hecho más evidente durante el segundo trimestre. El índice STAR 50 de Shanghai, que reúne las 50 empresas más grandes del STAR Market (600 compañías con un fuerte peso en semiconductores, hardware, software, biotech, equipamiento industrial avanzado y energías limpias), acumula una subida superior al 60%, muy en línea con la del KOSPI surcoreano. En cambio, el Hang Seng Tech retrocede más de un 8%, debido a la pérdida de atractivo de las empresas de internet, lastradas por un consumo interno que sigue mostrando una preocupante debilidad en China.

Según Bloomberg, el extraordinario comportamiento de las compañías chinas de hardware tecnológico responde a tres factores principales: 1) El fuerte aumento del gasto en infraestructuras de IA por parte de los grandes proveedores de servicios en la nube (*hyperscalers*). 2) El impulso de Pekín a la autosuficiencia tecnológica en sectores estratégicos. 3) La rotación de los inversores desde valores ligados al consumo y al comercio minorista hacia empresas vinculadas a la inteligencia artificial. Sin embargo, la próxima temporada de resultados será determinante para comprobar si estas fuertes subidas están realmente respaldadas por una mejora de los beneficios empresariales o si, por el contrario, las valoraciones han corrido demasiado. La preocupación aumenta porque las cotizaciones se han disparado y el optimismo de los inversores podría estar adelantándose a los fundamentales: el STAR 50 cotiza actualmente con el múltiplo de beneficios esperados (forward PER) de ~50x. El más elevado de su historia. El índice comparable en los EE.UU. sería el Nasdaq 100, que cotiza hoy a un forward PE de 30-32x.

Detalle sobre los factores que impulsan el índice STAR 50

Como decía en el punto anterior, este índice tecnológico (con fuerte presencia de semiconductores) está siendo el gran beneficiario de tres mega tendencias: Autosuficiencia tecnológica de China, CapEx en IA, y rotación sectorial.

i) Sobre la autosuficiencia tecnológica de China: Desde 2022, Pekín ha dejado de considerar los semiconductores como un sector económico más, para pasar a tratarlos ahora como un sector estratégico nacional, al mismo nivel que la energía o la defensa. Esto significa que una parte muy importante del gasto nacional que hasta ahora se hacía en chips (internacionales), deja de salir de China y pasa a quedarse dentro del ecosistema chino.

ii) Capex en IA: Los *hyperscalers* chinos están invirtiendo masivamente en centros de datos y hardware. Aunque las cifras individuales no siempre se publican con el mismo detalle y transparencia que en EE.UU., los consensos de GS, MS y TrendForce permiten hacernos una idea del volumen invertido: Alibaba Cloud (~53.000 millones de dólares en el 2025-27). ByteDance (23.000 millones en 2026). Tencent (11.000 millones hasta 2026). Baidu (sin cifras publicadas). Estimamos un CapEx agregado de estos cuatro *hyperscalers* de unos 102.000 millones de dólares en 2026 y 123.000 millones en 2027. Aquí es donde aparece una diferencia muy interesante: los cinco *hyperscalers* de los EE.UU. (AWS, Microsoft, Google, Meta, y ORCL) están ejecutando un CapEx 2026 de 764.000 millones de USD, y se espera superior a 1 billón en 2027. Es decir, aunque la tasa de crecimiento del CapEx chino es extraordinariamente elevada, EE.UU. seguirá invirtiendo aproximadamente 7-8 veces más que China en infraestructura de IA.

iii) Rotación sectorial: Los inversores están abandonando empresas ligadas al consumo (internet, *e-commerce*, *retail*) para concentrarse en el hardware de IA.

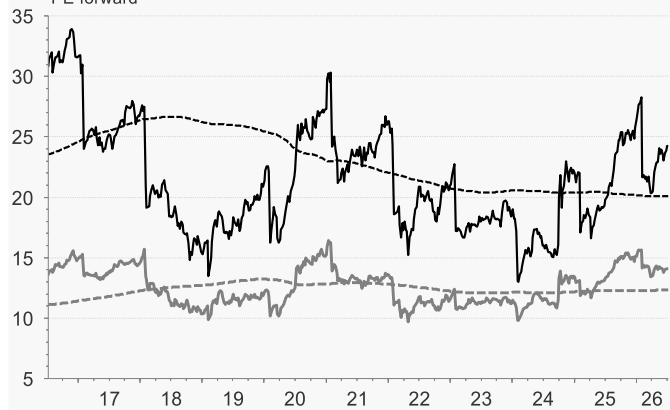
Profundicemos en el gran objetivo de la autosuficiencia en semiconductores: ¿Sueño o realidad?

El objetivo de Pekín, establecido en el programa "Made in China 2025", era alcanzar un 70% de autosuficiencia. Ese objetivo no se logró entonces y, aunque el nombre prácticamente dejó de utilizarse tras las críticas de EE.UU. y Europa, el programa continúa plenamente vigente bajo otras denominaciones. El principal instrumento financiero para alcanzar la autosuficiencia en chips es el China Integrated Circuit Industry Investment Fund, conocido como *Big Fund*, que entre 2014 y 2025 ha destinado unos 95.000 millones de dólares exclusivamente al desarrollo del ecosistema nacional de semiconductores en uno de los mayores programas públicos de apoyo industrial jamás desplegados en China hacia un único sector. En paralelo a este vehículo, Pekín está rediseñando todo un esquema de financiación para lograr la autosuficiencia en semiconductores, principalmente a través de subvenciones directas, fondos soberanos, préstamos preferenciales, financiación bancaria estatal, incentivos fiscales, compras públicas o prioridad regulatoria (donde la medida más importante fue la "regla del 50%", que establece que cualquier nueva fábrica de chips que solicite autorización debe demostrar que al menos el 50% del equipamiento utilizado es de fabricación china. Si antes un fabricante de chips chino podía elegir ASML o AMAT, ahora debe elegir entre Naura, Piotech, AMEC u otros fabricantes chinos. El objetivo (ambicioso) de Pekín es reconstruir la cadena completa de suministros (obleas, materiales, químicos, litografía, grabado, encapsulado, software EDA, etc.), hasta alcanzar ese 70% de autosuficiencia (a igualdad de competitividad, se entiende).

Nuestra visión, sin embargo, es que lograr una cadena de suministro nacional es, a corto plazo imposible, y a largo plazo extremadamente improbable. ¿Por qué? La cadena de suministro de un chip es extraordinariamente compleja, ya que un semiconductor avanzado requiere miles de insumos y tecnologías especializadas.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

No existe ningún país que domine todos esos eslabones. Ni siquiera EE.UU. (que también depende de aliados para componentes críticos).

¿Un objetivo quizás más realista?

Quizás el objetivo estratégico de Pekín no sea eliminar toda dependencia del exterior, sino reducir la vulnerabilidad en los cuellos de botella críticos, y así poder seguir produciendo chips, aunque Occidente endurezca las sanciones en ciertos nodos. Si eso es así, no estaríamos hablando de perseguir una autosuficiencia completa, si no parcial. Algo más factible. Pasar de una autosuficiencia del 20-30% al 40-60% ya supondría un logro enorme que justificaría el impulso de este mercado. Un mercado doméstico de 200.000 millones de dólares anuales en equipos y componentes, si los fabricantes chinos aumentan su cuota de componentes domésticos del 20% de al 50%, eso implica trasladar 60.000 millones de dólares de ingresos desde proveedores extranjeros hacia empresas nacionales. Ese incremento de cuota puede ser suficiente para justificar un fuerte crecimiento de beneficios, aunque China siga dependiendo de occidente en nodos críticos como litografía, software EDA avanzado, arquitecturas GPU densas y de vanguardia.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable: Shanghai / Shenzhen: INFRAPONDERAR / NEUTRAL

Renta variable: STAR 50: NEUTRAL

Deuda soberana (bono a 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 1,75%)

Tipo de cambio (CNY/USD): INFRAPONDERAR (objetivo: 7,00)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

JAPÓN

El banco central aprendió de 2024 y ahora entrega estabilidad: ruta favorable para el equity.

BOJ: normalizar sin romper el rally japonés

El BoJ entregó un esperado repunte de 25 bps en los tipos de interés, para situarlos en el 1% (el nivel más elevado en más de tres décadas). En paralelo anunció la decisión de poner fin al Tapering a partir de abril de 2027, preparando el terreno para seguir siendo un comprador activo de deuda pública (entendemos que para evitar que las rentabilidades suban demasiado). ¿Una estrategia para calmar los nervios de los inversores? Tenemos una decisión restrictiva (aunque no mucho), y otra más expansiva (*dovish*) por la que dejará de retirar liquidez (manteniendo ésta en un nivel amplio y favorable al mercado). Nos está diciendo implícitamente que normaliza muy lentamente. ¿Un riesgo que puede dejar al BoJ yendo por detrás de la curva?

Un banco central va por detrás de la curva cuando la inflación exige una política monetaria más restrictiva, como es el caso. Al actuar de esta manera, es como si el BoJ estuviera reconociendo que van tarde, y que no tienen intención de acelerar. Lo que se nos plantea aquí es un entorno que favorece al mercado, a riesgo de acumular desequilibrios en la economía.

Estimación de impacto: Debilitamiento del Yen. Calma en el mercado local. También en los mercados globales.

La razón de esta estimación la encontramos en el verano de 2024, cuando el BoJ se mostró direccionalmente restrictivo (mas restrictivo de lo esperado) y aumentar por sorpresa los tipos de interés en 25 bps, anunciando además una reducción más decidida de sus compras de bonos (un QT más intenso). Ello desencadenó una importante volatilidad, tanto en el mercado local como en los mercados globales, justo en un momento en el que el tamaño del *carry trade* global era enorme —el BIS estimó posiciones identificables que rondaban los US\$250.000 millones—. Aquel episodio de volatilidad extrema obligó a la institución a hacer todo lo posible para calmar a los inversores, y también evitar volver a asustarlos. De ahí decisiones como las de este mes.

Este enfoque del BoJ tiene, al menos, dos consecuencias previsibles: 1) Al mantener los tipos reales muy bajos respecto al resto del mundo, los inversores internacionales seguirán financiándose en Yenes, y continuarán desplegando el llamado *carry trade* (tomo prestado en yenes a tipos muy bajos, e invierto en activos con TIR superior), lo que hará aumentar la oferta de yenes en el mundo (vía préstamos), dando como resultado esperado un debilitamiento del JPY, y una apreciación de los bonos que ofrecen "carry" (TIR atractiva), y por ende, también el equity. 2) A medio plazo, los discursos milimétricamente medidos del banco central de Japón, así como sus filtraciones cuidadosamente dirigidas, se han convertido en sus herramientas para tener preparado al mercado ante las decisiones de política monetaria. Esa estrategia ha quedado plenamente patente este mes. Tanto la subida de 25 bps de los tipos de interés como la decisión de poner fin a la reducción gradual (*tapering*) del QE (*quantitative easing*) eran ya ampliamente esperadas, lo que explica la escasa reacción de los mercados tras el anuncio. Prevemos que esta estrategia comunicativa perdure —entregar lo que el mercado espera—; lo que en nuestra opinión resulta favorable para los mercados globales, ya que el BoJ ya no serán una fuente de inestabilidad global, como lo fuera en 2024. ¿Cómo podemos estar seguros? Bueno, una indicación de que esta estrategia de cero sorpresas desde el BoJ la encontramos en un comentario que el VP del BoJ (en sustitución del gobernador Ueda, hospitalizado este mes), diciendo: "un aumento de 50 bps no fue ni siquiera considerado".

Activos domésticos: La hoja de ruta es ligeramente favorable para el equity japonés y ligeramente desfavorable para los bonos (a pesar del apoyo del BoJ)

La ruta fijada por el organismo, de seguir comprando JGB indefinidamente a un ritmo de ¥ 2 billones por mes desde el próximo abril, implica que el BoJ no abandona completamente el QE y que, por lo tanto, seguirá inyectando liquidez en el sistema. Admitimos que esos ¥2 billones pueden parecer poca cosa (representan tan solo una fracción de los ¥7,5 billones mensuales de la última década); lo que significa que el balance del BoJ continuará estrechándose, ya que los vencimientos de los bonos que el BoJ mantiene en balance correrán a un ritmo superior que esos ¥2 billones mensuales de nuevas compras. Ello probablemente haga que los rendimientos de los bonos tengan que elevarse algo, ya que el gobierno deberá financiarse también en mercado. Con todo, el compromiso indefinido con el QE garantiza abundante liquidez (más de la que veríamos sin intervención), evita un endurecimiento brusco de las condiciones financieras, y ayuda a mantener bajo control los costes de financiación empresarial. Un entorno favorable al equity, menos para los bonos.

¿Tan positivo como para interpretar que hay una PUT para el equity?

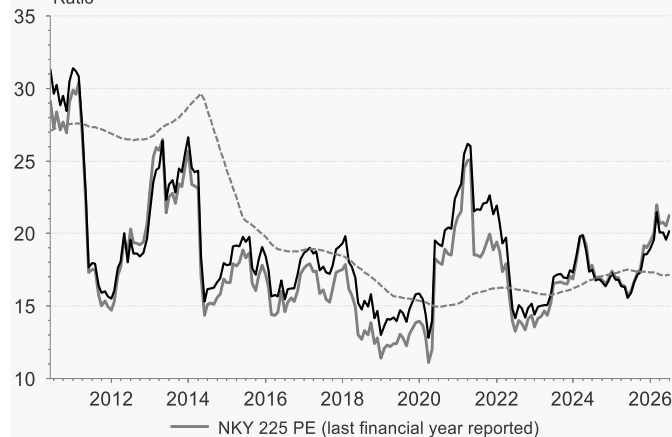
Sí. El BoJ decidió también conservar la opción de "responder con agilidad" en caso de un aumento rápido de las tasas de interés a largo plazo, dándose así margen para incrementar nuevamente sus compras de bonos del gobierno japonés, y sostener así al mercado de acciones (no sólo de deuda). De hecho, ya lo vimos en 2023, con las compras mensuales del BoJ alcanzando los ¥ 20 billones de yenes, en el marco de flexibilización del YCC (*yield curve control*), dejando que el JGB se deslizara hacia el 1%, pero asegurándose que se nivel se convirtiera en un techo para la TIR (suelo para el equity). El BoJ deja abierta la puerta a una intervención similar si se intensifica la presión.

La Bolsa de Tokio (TSE) planea duplicar la capacidad de negociación.

Según Nikkei, actualizará su sistema de negociación (*Arrowhead*) tan pronto como en noviembre, con el objetivo de elevar su capacidad de procesamiento hasta 1.500 millones de operaciones diarias, frente a los 830 millones actuales.

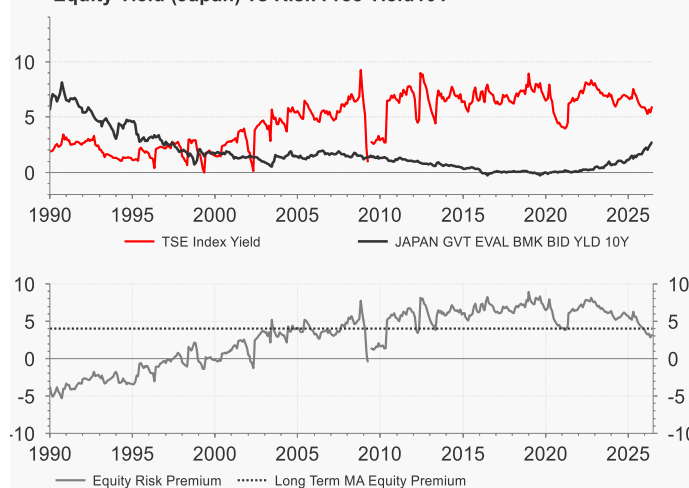
Japan Nikkei 225 price / earnings

Ratio



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

La medida responde al fuerte aumento de la actividad, impulsado en gran parte por la entrada de inversores extranjeros. La noticia es claramente favorable para la renta variable japonesa. No implica un cambio fundamental en los beneficios empresariales, pero sí evidencia un mercado con mayor profundidad, liquidez y atractivo internacional. La necesidad de ampliar la infraestructura confirma que el incremento de la participación, especialmente de inversores extranjeros, no parece un fenómeno puntual.

Beneficios corporativos

El consenso para las compañías del TOPIX con cierre fiscal en marzo anticipa un crecimiento del beneficio neto cercano al +6%.

Levantamos nuestro objetivo de crecimiento EPS para el nuevo año fiscal al 6%. Más importante es que estos beneficios nos parecen ahora más sostenibles que en ciclos anteriores. ¿Por qué? Durante años, las empresas japonesas dependían en gran medida de un yen débil y del ciclo manufacturero mundial. Ahora, el crecimiento está más diversificado gracias a una mejora de los márgenes por la vuelta de una inflación positiva. También por el incremento en la inversión de capital (especialmente en automatización e IA), así como la mejora observada en el ROE derivada de las reformas impulsadas por la Tokyo Stock Exchange, y la mayor disciplina en la asignación de capital (venta de activos no estratégicos tras la reforma).

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo: 2,75%)

Tipo de cambio (USD/JPY): FAVORABLE AL JPY (objetivo 155)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

ISRAEL

Los mercados pasan del shock geopolítico a la recuperación económica. Somos constructivos

Macroeconomía y geopolítica

La macroeconomía de Israel del último mes estuvo dominada por el paso de una valoración de "guerra" a una de "diplomacia". El naciente marco entre EE. UU. e Irán, orientado a reabrir el estrecho de Ormuz y reducir los combates en el Líbano, mejoró el relato de mercado a nivel regional, aunque Israel no forma parte formalmente del memorando y sigue insistiendo en su libertad de acción frente a las amenazas de Hezbolá. Esto significa que la prima de riesgo geopolítico ha bajado, pero no ha desaparecido. A nivel interno, la economía se está recuperando de la disrupción causada por la Operación León Rugiente. El Banco de Israel señaló que el PBI del primer trimestre se contrajo a una tasa anualizada del 3,3%, pero los indicadores actuales, especialmente las compras con tarjeta de crédito, apuntan a una recuperación tras la operación. Los datos macro fueron en general favorables: el IPC de mayo cayó 0,3%, llevando la inflación anual a 1,9%, dentro del rango objetivo. Los precios de la vivienda también retomaron su descenso, cayendo 0,3% en abril y 1,3% y/y, aunque los alquileres de contratos nuevos siguen subiendo con fuerza. Los datos fiscales fueron mejores de lo temido, con el déficit de los últimos 12 meses bajando a cerca del 3,75% del PBI, por debajo de la meta de 2026, aunque el presupuesto de defensa y el entorno de seguridad incierto siguen limitando la flexibilidad fiscal.

Renta fija

El Banco de Israel retomó su ciclo de recortes y bajó la tasa de interés en 25 bps, hasta 3,75%. Esto se justificó por la caída de la inflación, la fuerte apreciación del shekel y las señales de recuperación de la actividad tras el shock militar. Al mismo tiempo, el Banco dejó en claro que el sendero futuro dependerá de la inflación, la actividad, la incertidumbre geopolítica y la evolución fiscal, por lo que todavía no se trata de un ciclo de flexibilización acelerado. El mercado de renta fija reaccionó positivamente a la combinación de menor inflación y una moneda más fuerte. El rendimiento del bono soberano a 10 años cayó a alrededor de 3,7%, su nivel más bajo en casi tres años, mientras que la curva se volvió más favorable para los bonos de duración media. El principal riesgo para los bonos ya no es la inflación actual, sino un posible repunte de los precios de la energía o del gasto en defensa si el proceso de alto el fuego fracasa. En este contexto, los bonos nominales se benefician de la caída de las expectativas de inflación, mientras que los bonos indexados al IPC todavía ofrecen protección frente a las presiones de vivienda, salarios y costos de construcción.

Mercado accionario

Las acciones israelíes se consolidaron durante el último mes tras un rally excepcionalmente fuerte a comienzos de año. El índice TA-125 retrocedió moderadamente desde su máximo de mayo, reflejando cierta toma de ganancias tras la marcada revalorización de los activos israelíes, más que un deterioro claro en la historia de inversión doméstica.

El panorama general sigue siendo positivo: el mercado continúa incorporando en los precios una reducción significativa de la prima de riesgo de Israel, respaldada por el shekel más fuerte, la inflación en descenso, los menores rendimientos de bonos y las expectativas de que el Banco de Israel tenga margen para seguir flexibilizando si las condiciones geopolíticas se mantienen estables. Al mismo tiempo, es posible que la parte más fácil del rally ya haya quedado atrás. Tras el fuerte desempeño de bonos, seguros, defensa y otros sectores cíclicos domésticos, es probable que los inversores se vuelvan más selectivos ahora y presten mayor atención a la calidad de las ganancias, las valoraciones y la durabilidad de la mejora en el entorno de seguridad.

Los sectores sensibles a la tasa de interés, principalmente *real estate* y construcción, deberían beneficiarse de menores rendimientos, aunque la recuperación allí sigue siendo despareja, ya que la actividad inmobiliaria sigue débil y los costos de financiamiento recién comienzan a bajar. Las empresas exportadoras enfrentan un panorama más mixto: el shekel más fuerte respalda el poder adquisitivo del consumidor, pero reduce el valor local de los ingresos en moneda extranjera. En conjunto, el mercado bursátil israelí sigue respaldado por la mejora de las condiciones macro, pero luego del fuerte movimiento de los últimos trimestres, las futuras ganancias probablemente dependerán menos de la compresión de la prima de riesgo y más del crecimiento real de las ganancias corporativas.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Índice TLV35): NEUTRAL

Deuda soberana (bono 10 años): SOBREPONDERAR

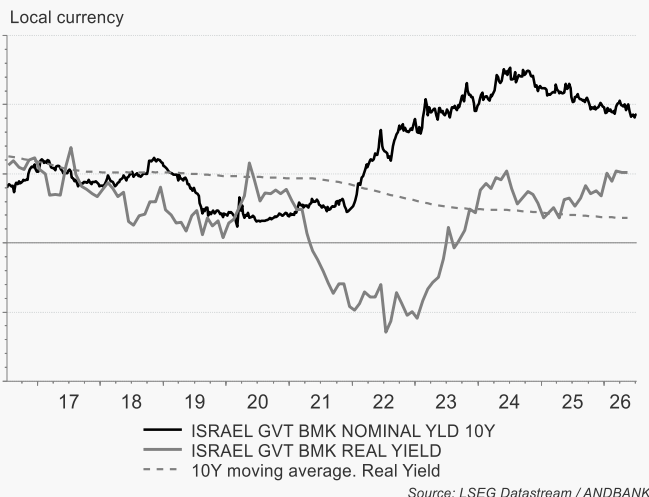
Deuda corporativa: NEUTRAL

Tipo de cambio (ILS/USD): INFRAPONDERAR a TCER

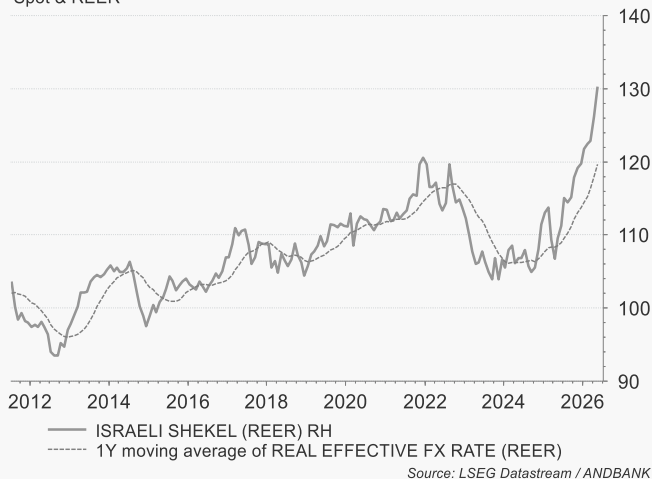
Israel price-to-earning ratio
Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y



Israel Shekel
Spot & REER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

BRASIL

Entre el gasto fiscal y las urnas: los desafíos del Banco Central mantendrán “atado” al mercado bursátil

El Banco Central avanza con la flexibilización

A pesar del mayor nivel de incertidumbre, con adversidades para el ciclo actual de calibración de la tasa de interés, el Banco Central de Brasil continuó reduciendo la tasa Selic. Se realizaron tres recortes de 25 bps en el primer semestre del año, llevando la tasa de 15% a 14,25% anual. En sus comunicados, dejó la puerta abierta a la continuidad del ciclo. Las reacciones del mercado no han sido buenas, ya que considera que el movimiento es, en cierta forma, audaz. Existen varios factores que limitan el margen para una baja más intensa de la tasa de interés: 1) el nivel de actividad sorprendió al alza en los primeros meses del año, con una reacceleración más intensa y revisiones al alza en las proyecciones de PBI; 2) parte de esto respondió a una política fiscal más expansiva de lo anticipado —hay varios programas sociales nuevos del gobierno para incentivar el consumo, que en conjunto suman cerca de 1,2% del PBI—; es decir, el impulso fiscal es positivo; 3) la inflación de este año se ha vuelto más presionada y las expectativas inflacionarias para 2027-2028 vienen empeorando y alejándose de la meta del Banco Central (3%). En este contexto, la tasa Selic podría incluso bajar algo más en 2026, en torno a 25-50 bps, pero se espera que el Banco Central haga una pausa en el ciclo en el tercer trimestre. En 2027, sin embargo, existe la posibilidad de que se retome la flexibilización monetaria. La tasa de interés real seguirá siendo muy alta (en torno a 8-9%), y esperamos que haya cierta contracción fiscal más adelante, ya sea en un cuarto mandato del presidente Lula o con una alternancia en el poder. Un ajuste en las cuentas públicas contribuiría a moderar el ritmo de crecimiento, lo que podría ayudar a la desinflación. Sin un gobierno responsable en el frente fiscal, sin embargo, el escenario puede volverse adverso.

Se espera que la inflación supere el 5% en 2026

No fue únicamente el conflicto en el Golfo Pérsico lo que generó el deterioro en las últimas mediciones del índice de precios al consumidor y en las expectativas inflacionarias para el horizonte relevante de la política monetaria. Hubo varios factores: aumentos de precios de alimentos más fuertes de lo esperado, precios de servicios que también se mantienen resistentes, actividad económica sorprendiendo al alza, tasa de desempleo en mínimos históricos y salarios con ganancias reales. Además, el gobierno aceleró el gasto, en un año electoral, con una serie de programas sociales orientados a mantener el consumo a un ritmo fuerte. Estos gastos ya eran esperados, pero también sorprendieron al alza. Finalmente, hubo efectos de segunda ronda del conflicto en el Golfo Pérsico sobre la inflación. Es decir, el IPCA fue más alto por razones exógenas a la guerra, pero también estuvo influenciado por el aumento del precio del petróleo. Posiblemente, incluso sin el conflicto entre EE. UU. e Irán, el margen para recortes de tasas habría sido menor, con factores más adversos para el Banco Central.

Elecciones

Estamos a tres meses de la primera vuelta de las elecciones presidenciales (4 de octubre). El presidente Lula se presentará para su cuarto mandato. Su partido de izquierda (PT – Partido de los Trabajadores) ha gobernado el país durante 18 de los últimos 24 años. El clima ha sido polarizante; tanto Lula como su principal rival, Flávio Bolsonaro, tienen un alto porcentaje de rechazo (en torno al 48-52% cada uno, según distintas encuestas). Flávio es hijo del expresidente Jair Bolsonaro (actualmente preso, condenado por intentar un golpe de Estado) quien lo designó como su sucesor. Se postula desde el centro-derecha y, en teoría, traerá propuestas más liberales en el frente económico y más conservadoras en el frente social. Por ahora, sin embargo, no presentó un plan de gobierno, ni muchos detalles sobre sus intenciones. La carrera se ha mostrado muy volátil: mientras que en diciembre Lula aventajaba a Flávio por diez puntos en un eventual balotaje, hacia abril las encuestas mostraron un empate técnico e incluso algunos sondeos llegaron a poner a Flávio levemente por delante. Esa tendencia se revirtió en las semanas siguientes: la candidatura de Flávio se vio afectada por una controversia en torno a sus vínculos con el banquero Daniel Vercara —detenido bajo sospecha de corrupción—, lo que generó dudas sobre su desempeño. Las encuestas más vuelven a mostrar a Lula con una ventaja, tanto en primera vuelta como en un eventual balotaje. Otros candidatos aparecen bastante más atrás en las mediciones. La campaña electoral comienza oficialmente en agosto. Tras el Mundial de fútbol, la atención se concentrará en el proceso electoral, que debería traer volatilidad a los mercados.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Bovespa): INFRAPONDERAR
Deuda soberana en BRL: SOBREPONDER. (dif. obj.: 900 pb; rend. obj.: 13,50%)
Deuda soberana en USD: NEUTRAL (dif. obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,50%)
Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,20)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



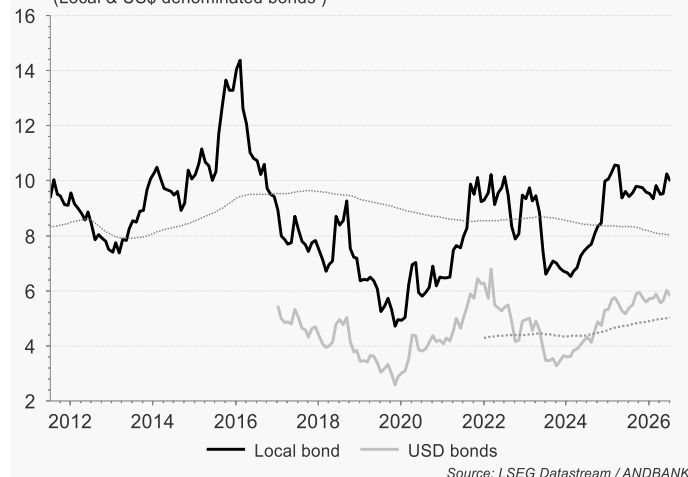
Brazil equities (USD), 2008 vs 2020

Bovespa, rebased, 100 = crisis start date



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)





MÉXICO

T-MEC y Nearshoring: avances limitados en un entorno más incierto

Política monetaria

Como era esperado, el Banco de México mantuvo sin cambios la tasa de referencia en su reunión de junio. Tras finalizar su ciclo de recortes en mayo y llevar la tasa de interés real ex ante hacia niveles considerados neutrales —de acuerdo con las estimaciones del propio Banxico—, esperamos una pausa prolongada en el proceso de relajación monetaria. El mercado, sin embargo, continúa descontando un escenario más restrictivo, con un incremento de 25 bps antes de fin de año y una tasa cercana al 8.0% entre finales de 2027 y 2028. Consideramos que dichas expectativas lucen excesivamente agresivas, especialmente considerando el proceso de convergencia de la inflación y el moderado ritmo de crecimiento que atraviesa la economía.

Actividad económica e inflación

La inflación continuó moderándose entre abril y mayo. El IPC se ubicó en 3.94% y/y, dentro del rango objetivo de Banxico, mientras que la inflación subyacente descendió desde 4.26% hasta 4.19% anual. Los datos correspondientes a la primera quincena de junio confirmaron la continuidad de esta tendencia, con una desaceleración tanto en la inflación general como en la subyacente. La mejora estuvo favorecida principalmente por la caída en los precios de los productos agropecuarios (no subyacente), aunque también comienzan a observarse señales de menor presión en algunos rubros de servicios. En materia de actividad económica, el PIB del 1Q26 registró una contracción de 0.6%, prolongando la debilidad observada hacia finales del año pasado. El principal factor de deterioro continúa siendo el desempeño de las actividades secundarias, particularmente la minería, la construcción y las manufacturas, afectadas por la persistente caída de la inversión fija bruta. En contraste, el sector servicios continúa mostrando una mayor resiliencia.

Política comercial

Como era ampliamente esperado, la revisión del T-MEC no concluyó bajo el escenario más favorable, que contemplaba una extensión de su vigencia desde 2036 hasta 2042. El acuerdo continuará vigente, aunque ahora estará sujeto a revisiones anuales, lo que podría introducir un mayor grado de incertidumbre para las decisiones de inversión de largo plazo. Paralelamente, continúan las negociaciones relacionadas con reglas de origen y los aranceles aplicados al acero, aluminio y vehículos ligeros. En el plano doméstico, el Gobierno mantiene su estrategia de impulsar la atracción de inversión privada, tanto nacional como extranjera, mediante incentivos fiscales, simplificación regulatoria y mejoras logísticas, con foco en infraestructura y relocalización de cadenas productivas (*nearshoring*). No obstante, hasta el momento el programa aún no ha generado un incremento significativo en los flujos de IED

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos una postura neutral sobre la renta variable mexicana. Nuestro precio objetivo a 12 meses para el IPC se ubica en 75,000 puntos, sustentado en un crecimiento esperado de utilidades de 19% y un múltiplo PER de 15.25x, aún por debajo del promedio de los últimos diez años (17.75x). Desde una perspectiva sectorial, la composición del mercado accionario mexicano continúa ofreciendo un perfil relativamente defensivo. Adicionalmente, la baja exposición a los sectores de tecnología e inteligencia artificial reduce la sensibilidad del mercado a las recientes rotaciones globales entre estilos de inversión, favoreciendo un comportamiento relativamente estable.

Renta fija. El diferencial entre los bonos soberanos a 10 años y sus pares estadounidenses continuó normalizándose durante el 2Q26, ubicándose en 453 bps, por debajo de su promedio de los últimos doce meses (480 bps). La compresión respondió principalmente a la moderación de la inflación y a un escenario de estabilidad monetaria. Mantenemos nuestro objetivo de mediano plazo en 500 bps, ya que consideramos que el mercado continúa incorporando expectativas de alzas de tasas que no forman parte de nuestro escenario base. En deuda denominada en dólares, el diferencial se redujo hasta 162 bps, aunque seguimos esperando una convergencia hacia 200 bps.

Tipo de cambio. El peso continúa destacándose entre las monedas emergentes, acumulando una apreciación cercana al 3% en lo que va del año. El respaldo de sólidos fundamentos macroeconómicos y diferenciales de tasas aún atractivos debería seguir favoreciendo a la moneda. Mantenemos nuestro objetivo de cierre de año en 18.25 pesos por dólar.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

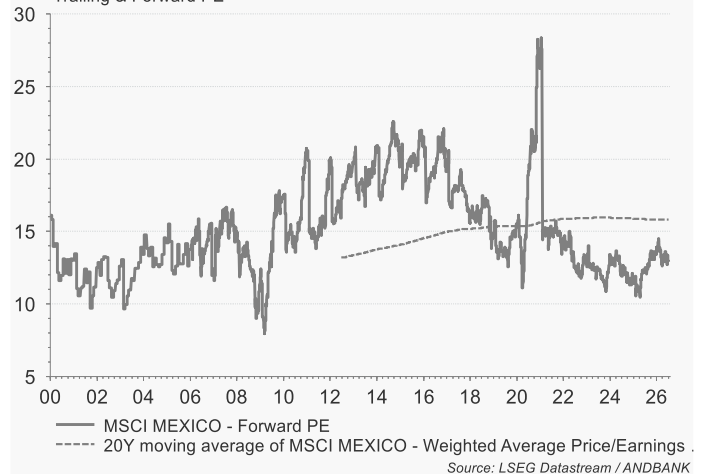
Deuda soberana en MXN: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 pb; rend. obj.: 9,50%)

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

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 18,50)

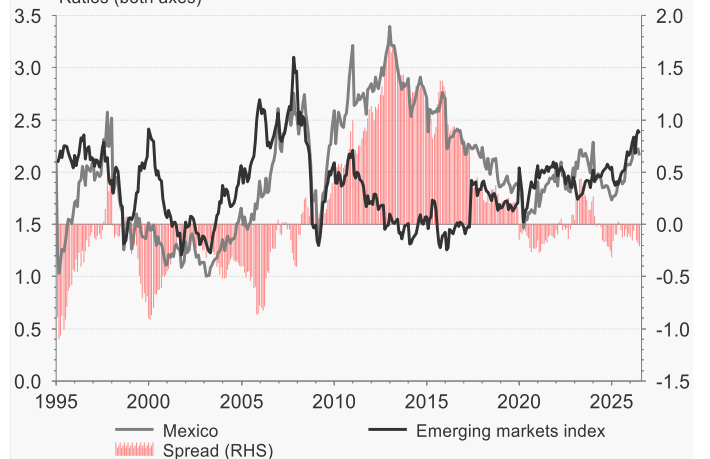
Mexico MSCI Index price-to-earning

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 12

ARGENTINA

Inflación a la baja, recuperación económica y la renuncia de Adorni: ¿nuevo escenario para Milei?

Política: La caída de Adorni y el reacomodo del gabinete

El escándalo de Adorni pesó sobre el gobierno durante casi cuatro meses. Comenzó con revelaciones de que la esposa del jefe de gabinete había viajado a Nueva York a bordo de la delegación oficial, escaló a través de reportes sobre vuelos privados y propiedades no declaradas, y llegó a un punto de quiebre cuando Adorni admitió haber omitido cerca de medio millón de dólares en su declaración jurada de bienes. El caso erosionó el relato *anti establishment* de Milei y resultó costoso en las encuestas, con un descontento que alcanzó incluso a su propia base electoral. Acorralado por una investigación penal y frente a una inminente interpellación en el Senado, Adorni renunció. Milei nombró a Diego Santilli como su reemplazo, quien absorberá el Ministerio del Interior dentro de la Jefatura de Gabinete.

Deuda: Mejoras de calificación pueden acelerar el regreso a los mercados

Después de que Fitch elevara la calificación de Argentina en mayo y S&P hiciera lo propio en junio (ambas de CCC+ a B-), el riesgo país cayó a aproximadamente 430 puntos básicos, unos 100 pb por debajo del nivel de apenas unos meses atrás. Los costos de financiamiento siguen siendo elevados, pero la mejora en las condiciones de mercado reduce el umbral para un eventual regreso a los mercados internacionales. El gobierno emitió un decreto que autoriza la negociación de un préstamo bancario de hasta USD 5.000 millones, respaldado por garantías del Banco Mundial y el BID. Según Caputo, el costo de ese financiamiento rondaría el 6,5%.

Actividad económica: Supera las expectativas, pero de forma dispareja

El PBI creció 2,3% y/y. en el 1Q26, muy por encima del consenso de 1,7%. En términos desestacionalizados, la economía creció 0,7% q/q, lo que apunta a un impulso más fuerte que el sugerido por publicaciones anteriores. La apertura por el lado de la oferta confirmó el patrón desigual de los datos recientes. Agricultura (18%), pesca (27%) y minería (12%) registraron crecimientos interanuales de dos dígitos, pero la mayoría de los demás sectores tuvo dificultades, con contracciones en áreas de alto empleo como manufactura (-1,7%), comercio mayorista y minorista (-0,3%) y el sector público (-1,4%). La distribución desigual de las ganancias deja al programa políticamente vulnerable. La pregunta clave, tanto para el crecimiento como para el panorama político, es si —y cuándo— la fortaleza de los sectores más competitivos se trasladará de forma más decisiva al resto de la economía y al mercado laboral.

Minería y energía: El motor del crecimiento futuro

La minería y la energía se perfilan como los principales motores del crecimiento en los próximos años. En minería, el Proyecto Vicuña (BHP-Lundin) ingresó al régimen RIGI en junio con una inversión inicial de USD 9.700 millones que podría alcanzar los USD 18.000 millones. Proyecta aproximadamente 400 mil toneladas de cobre, 700 mil onzas de oro y 22 millones de onzas de plata anuales. En energía, TGS confirmó su proyecto de GLP por USD 3.000 millones, el mayor de su tipo en Argentina. El proyecto es estratégicamente importante porque el gas de Vaca Muerta es inusualmente rico en componentes licuables (25-30% frente a ~10% a nivel global), superando la capacidad de procesamiento actual. En el frente de GNL y exportación de petróleo, Argentina LNG avanzó con la firma de un acuerdo de desarrollo vinculante entre Eni, YPF y XRG, orientado a un proyecto de dos FLNG con capacidad de 12 mtpa. Por su parte, el oleoducto VMOS superó el 65% de avance, con exportaciones de crudo previstas para diciembre de 2026, y YPF ya evalúa una ampliación a 700 kbd ante un rendimiento del shale mejor al esperado.

Inflación: La desinflación se sostiene, la política comienza a recalibrarse

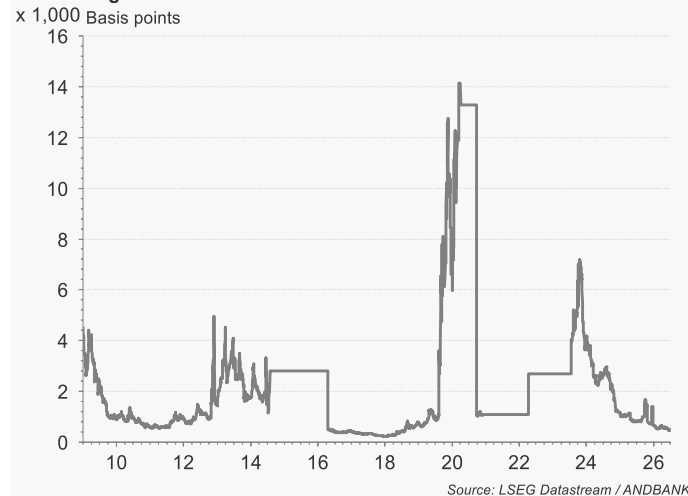
El IPC de mayo marcó 2,1% m/m, una desaceleración de 50 bps respecto de abril, por debajo de las expectativas del mercado (+2,3% m/m). En términos interanuales, la inflación general se ubicó en 33,2%, frente al 32,4% del mes anterior. Por componentes, la inflación núcleo fue de 1,9% m/m (vs. 2,3% en abril), los estacionales subieron 3,5% m/m (vs. 0,0%) y los regulados aumentaron 2,4% m/m (vs. 4,7%). Si bien la desinflación sigue siendo el principal logro de Milei, no creemos que necesite profundizarse mucho más para que el gobierno recoja el dividendo político —y la administración parece haber llegado a la misma conclusión. El gobierno ajustó la política monetaria para equilibrar la baja de la inflación con otros objetivos macroeconómicos, y esperamos que esta tendencia continúe en los próximos meses.

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 2026: 1.600)

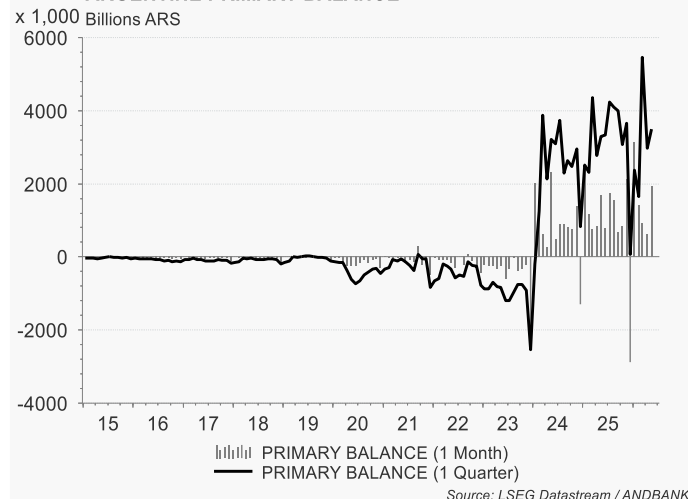
Argentina 5Y CDS



Argentina - Total Debt Outstanding



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENTA VARIABLE

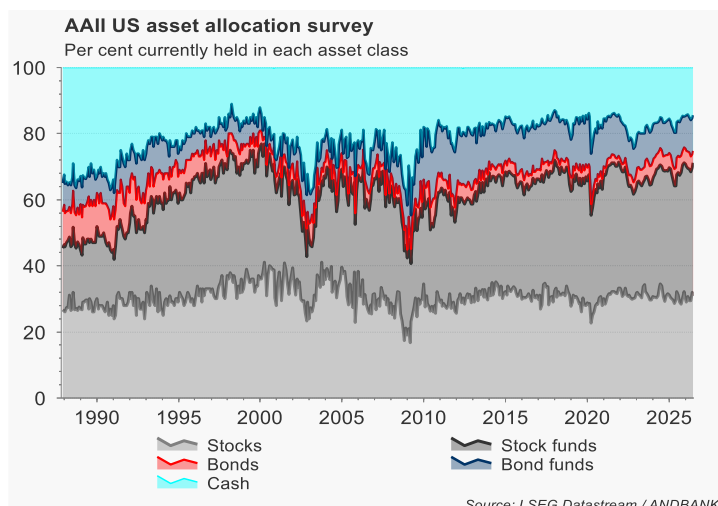
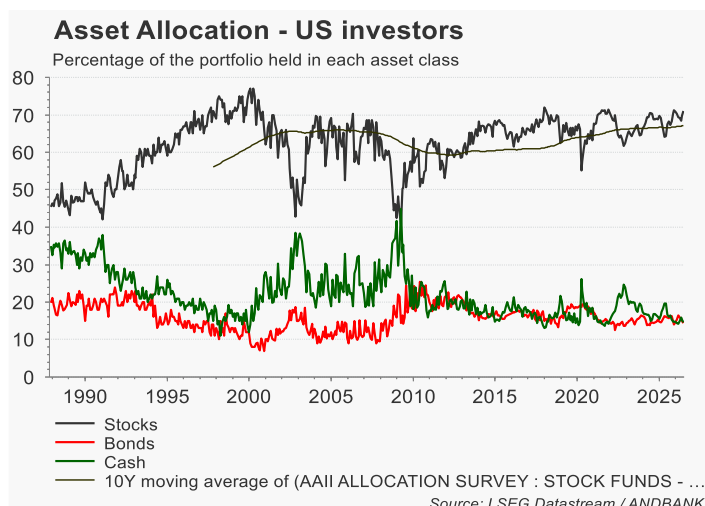
Página 13

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

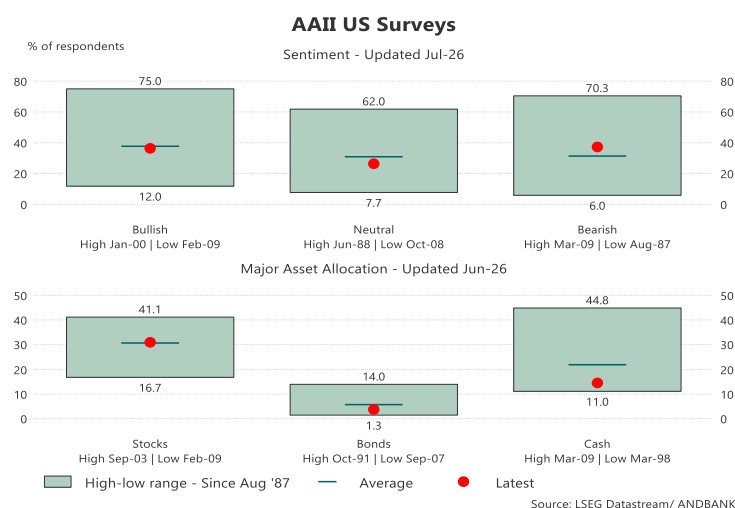
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2026	Projected EPS Growth 2026	PE (EPS 2025)	Price Earning (forward)	Equity Yied	Current Risk Premium (RP)	Hist Risk Premium	Spread (Current RP vs hist RP)	Target PE (EPS 2026) Year end 2026	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2026)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	309,4	15,0%	28,04	24,39	4,10%	-0,38%	2,00%	-2,38%	25,00	7.544	7.734	2,5%	OW
Europe - Stoxx Europe 60C	38,7	7,5%	17,81	16,57	6,03%	3,07%	5,00%	-1,93%	16,00	641	619	-3,4%	MW-UW
Spain IBEX 35	1.224,0	5,2%	16,67	15,84	6,31%	2,88%	5,70%	-2,82%	15,00	19.387	18.360	-5,3%	MW
Mexico IPC GRAL	4.840,0	10,0%	15,02	13,66	7,32%	-1,67%	-0,90%	-0,77%	15,00	66.107	72.600	9,8%	MW
Brazil BOVESPA	20.200,0	26,3%	10,80	8,55	11,69%	-2,77%	-1,10%	-1,67%	9,50	172.742	191.900	11,1%	UW
Japan TOPIX	195,0	6,0%	21,94	20,69	4,83%	1,99%	4,00%	-2,01%	22,00	4.036	4.291	6,3%	OW
China SSE Comp. A share	256,2	10,0%	17,99	16,36	6,11%	4,38%	4,80%	-0,42%	17,00	4.191	4.355	3,9%	UW
China Shenzhen Comp	106,0	14,0%	28,77	25,24	3,96%	2,23%	1,25%	0,98%	28,00	2.675	2.969	11,0%	MW
India SENSEX	4.472,2	14,0%	19,77	17,34	5,77%	-0,93%	-2,00%	1,07%	18,00	77.569	80.500	3,8%	MW
MSCI EM ASIA	54,8	19,5%	20,77	17,38	5,75%				19,00	953	1.042	9,3%	MW

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 14

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

Exhibit 1. 2026Q2 S&P 500 Earnings Dashboard

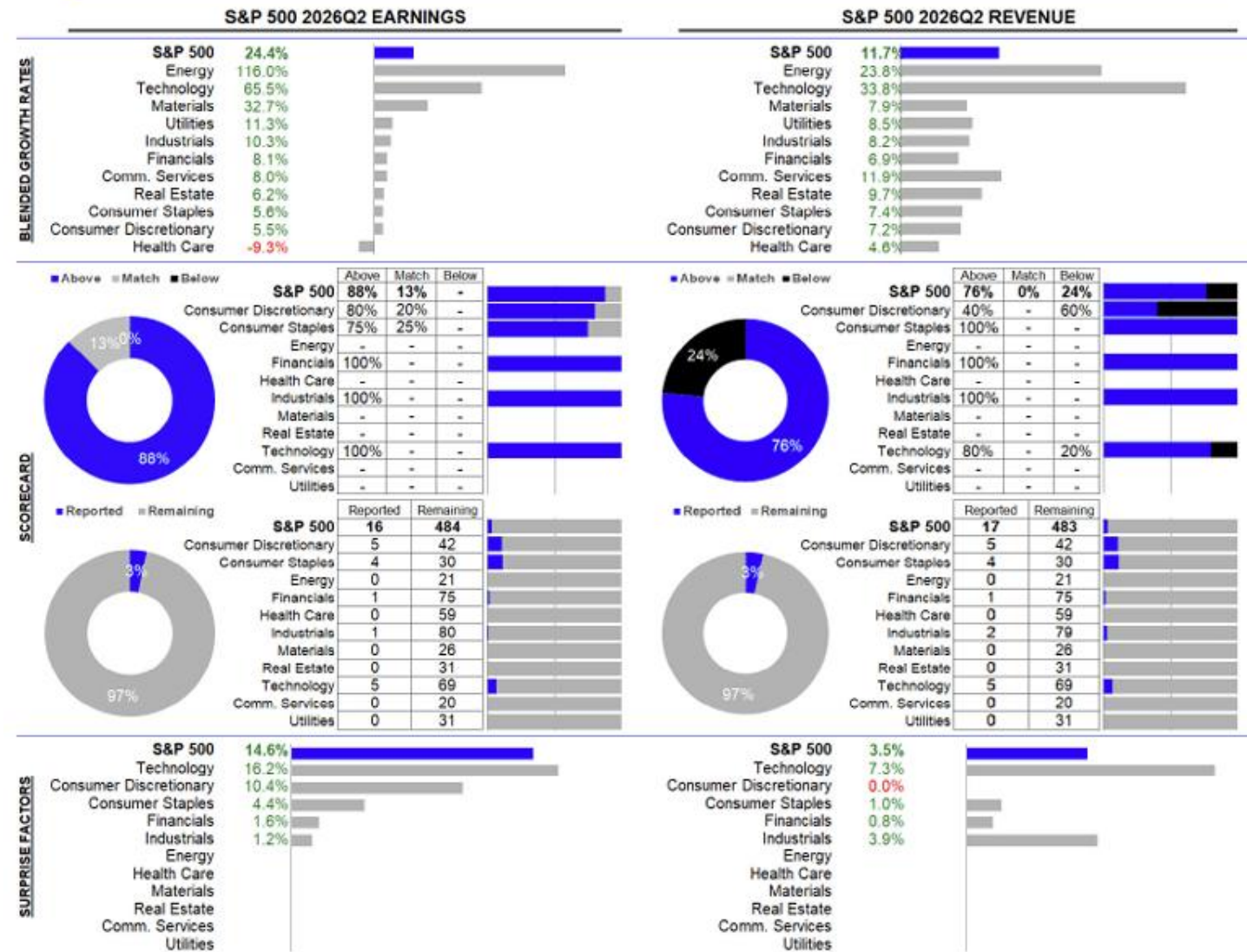
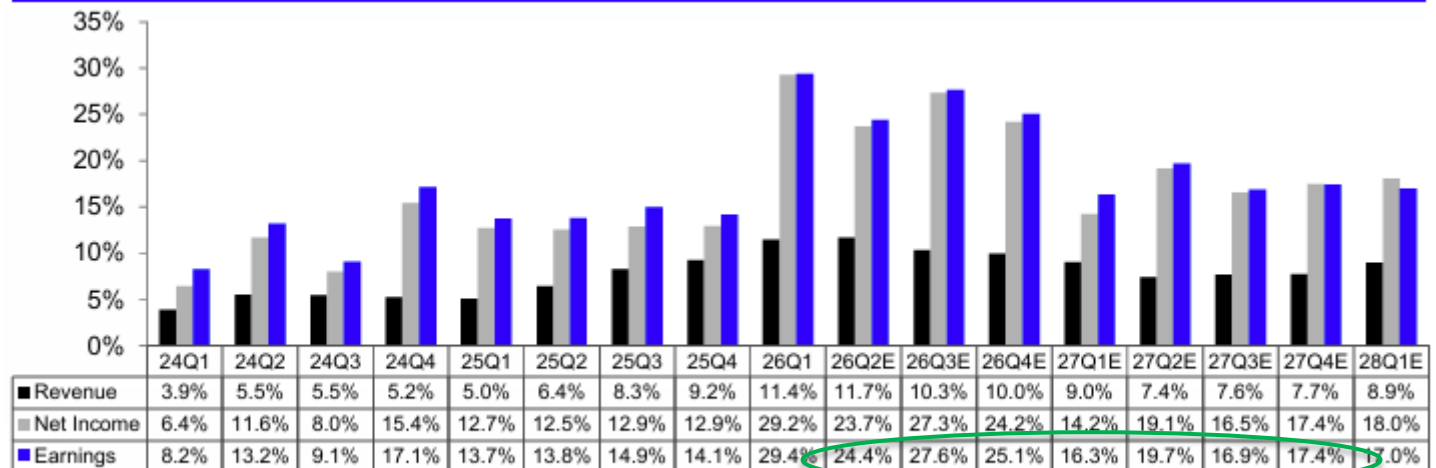


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



RENTA VARIABLE

Página 15

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EE.UU.

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

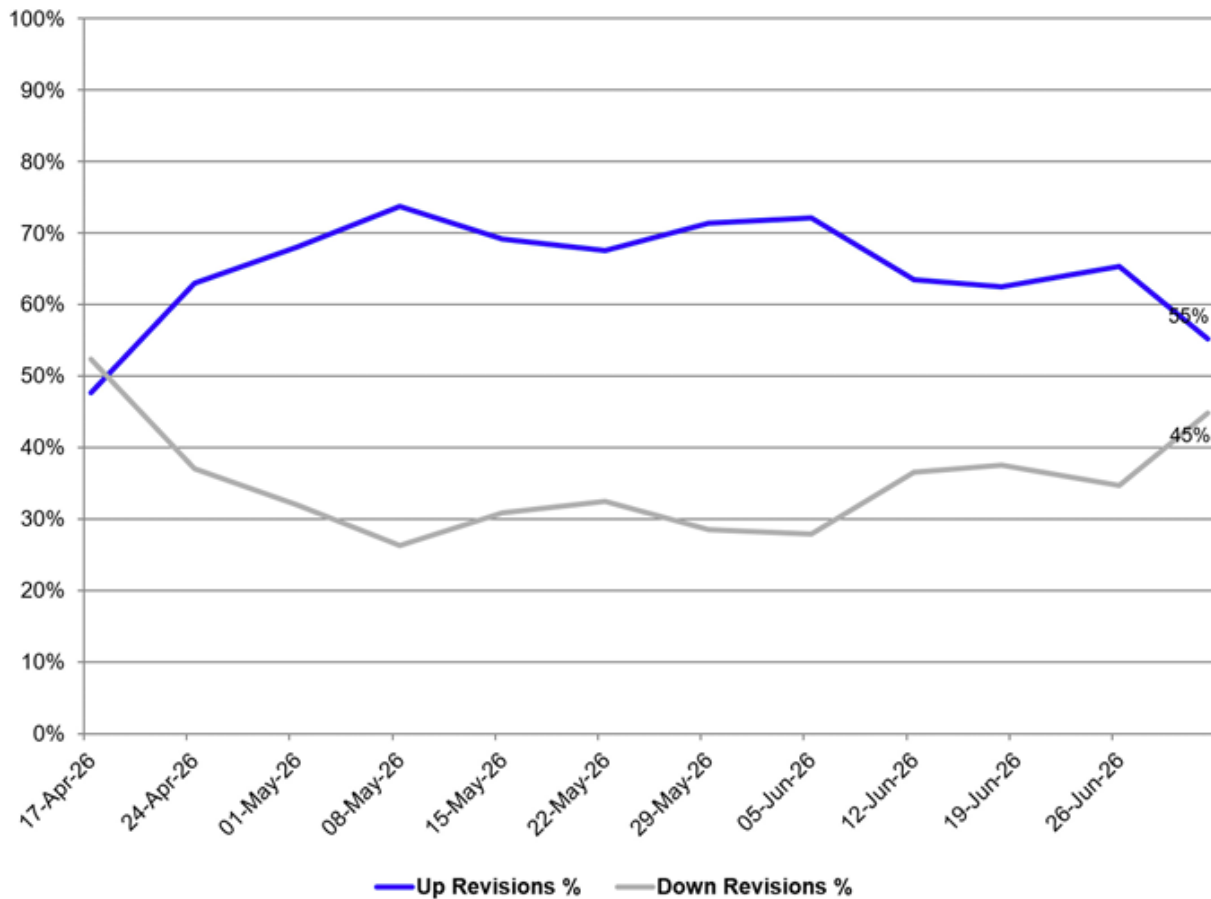
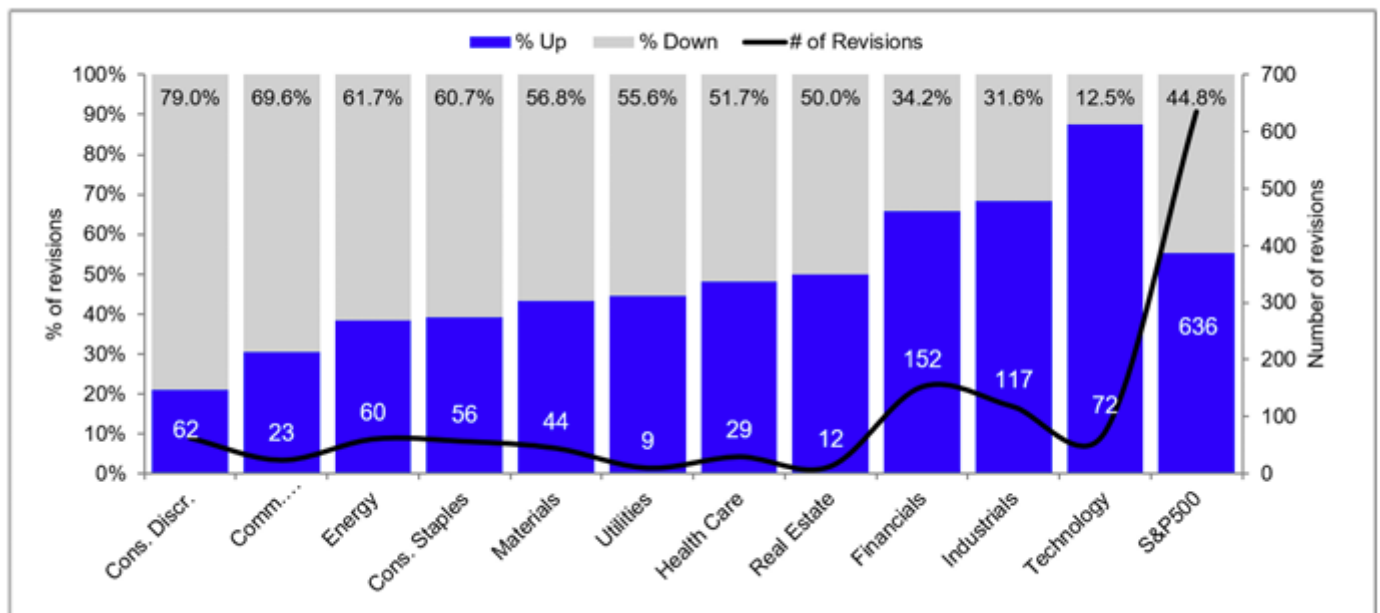


EXHIBIT 12A. S&P 500: WEEKLY EARNINGS ESTIMATE REVISIONS BY SECTOR



Source: LSEG I/B/E/S

Source: LSEG I/B/E/S



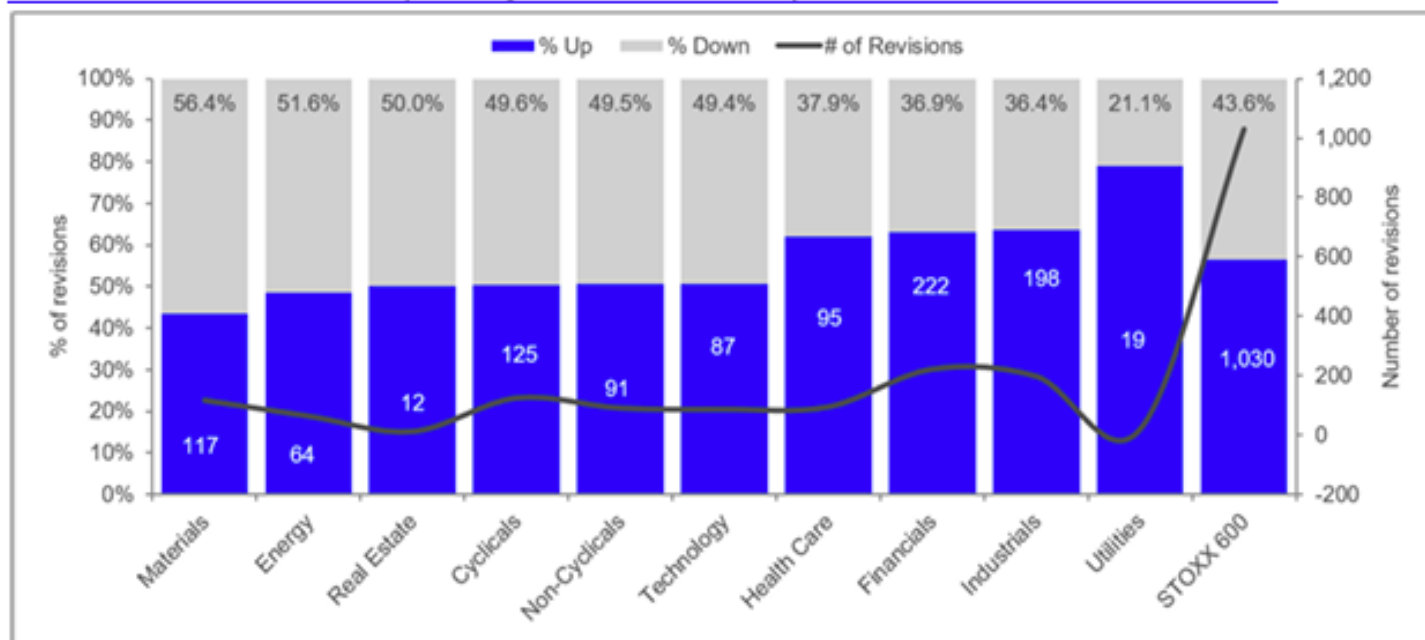
RENTA VARIABLE

Página 17

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

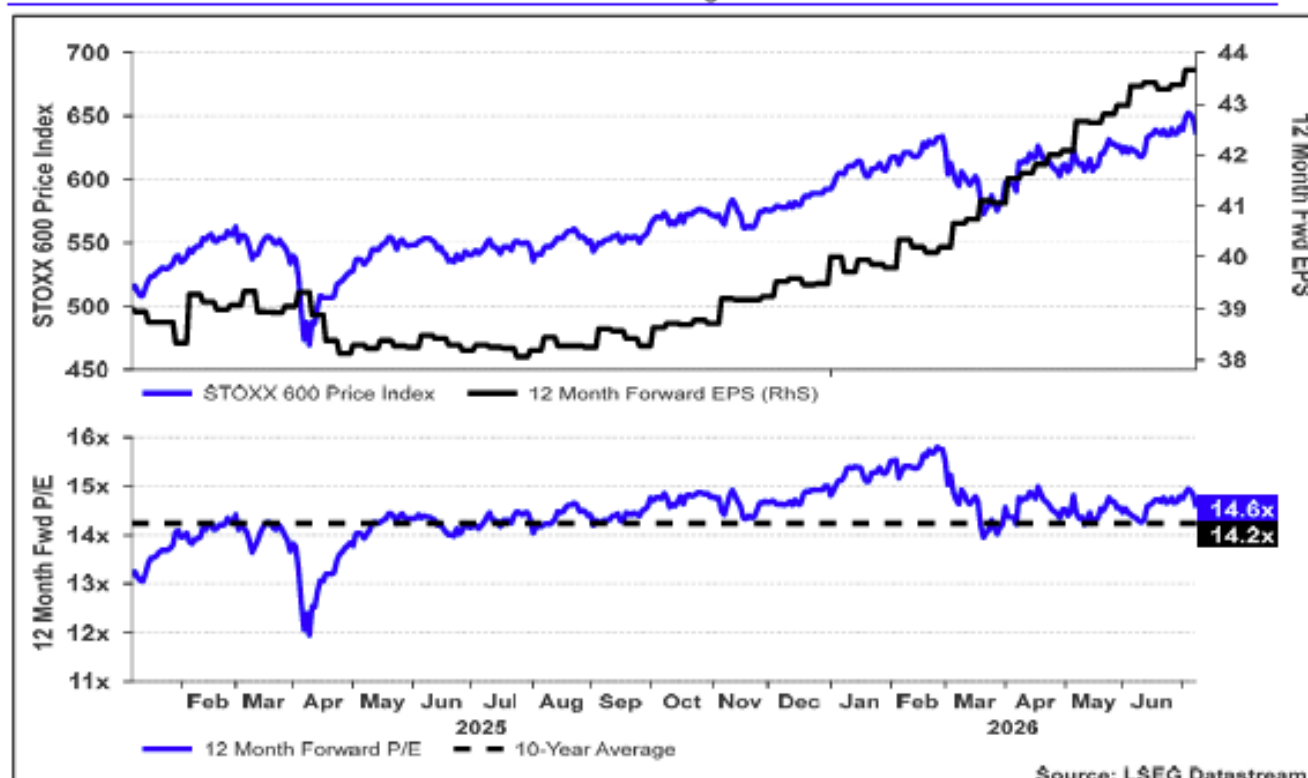
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



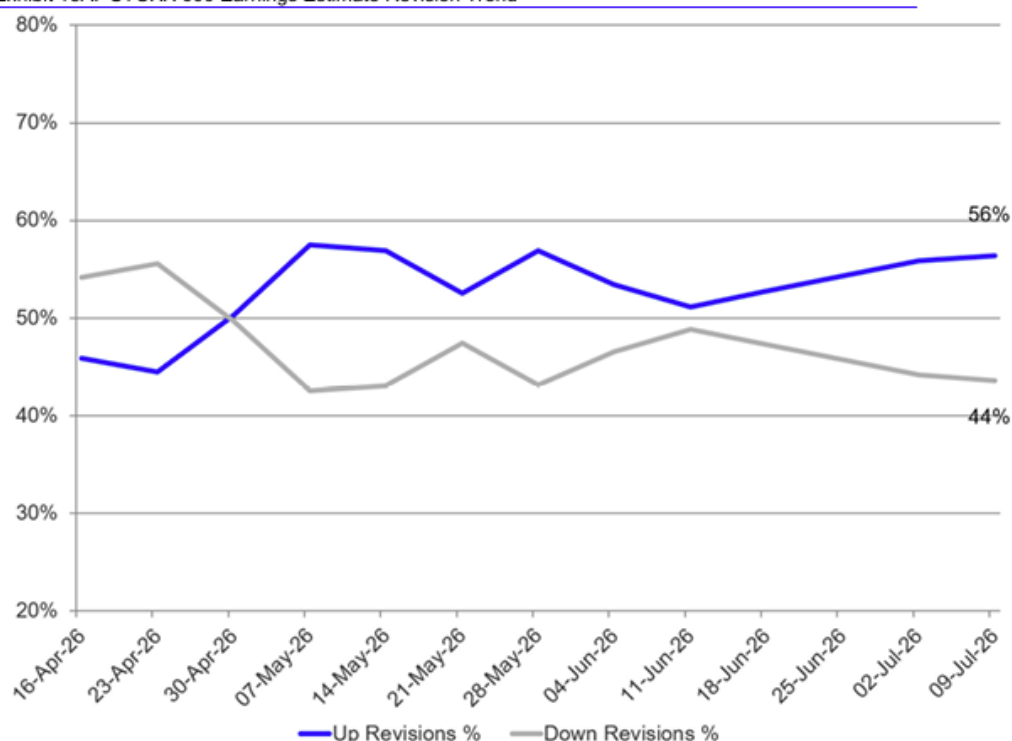
RENTA VARIABLE

Página 18

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

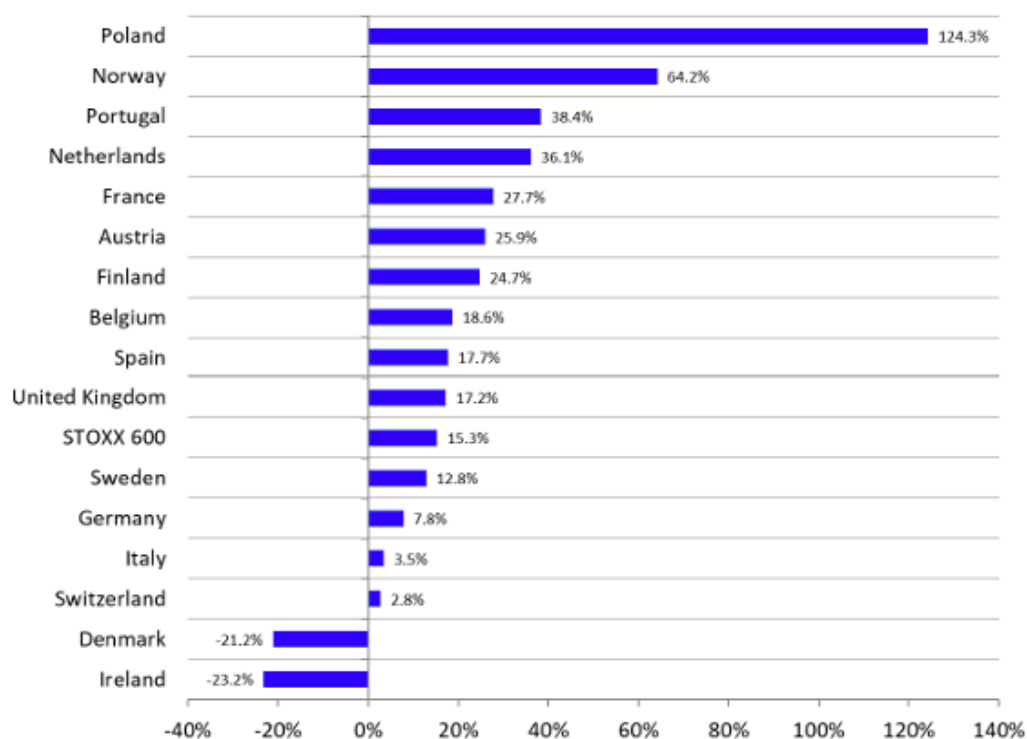
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend



Source: LSEG I/B/E/S

Exhibit 12A. STOXX 600: Q2 2026 Earnings Growth Rate Estimates by Country



Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

Página 19

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 65-75 USD/barril

Comprar por debajo de 65 USD; vender por encima de 75 USD.

Factores bajistas a corto plazo para los precios del crudo

- **Bajista para el crudo: EE. UU. registra el mayor aumento semanal de plataformas petroleras desde 2022.** Baker Hughes anuncia que el número de plataformas activas en EE. UU. aumentó en 10 en una sola semana (hasta 573, máximo desde mayo de 2025, y el mayor incremento semanal desde junio de 2022), anticipando un aumento de la oferta futura. El crecimiento se concentra en Texas, donde las plataformas subieron en 7 (hasta 268), reforzando el potencial de producción de la principal región petrolera estadounidense. La *U.S. Energy Information Administration* prevé que la producción de crudo de EE. UU. alcance un récord de 13,7 millones de barriles diarios en 2026, frente a 13,6 mbd en 2025, lo que añade oferta estructural al mercado. Cabe recordar que aproximadamente un 30% de la producción estadounidense de crudo (unos ~4mbd) se vuelca al mercado internacional vía exportación. Además de exportar ese crudo, EE. UU. también exporta ~7 millones de barriles diarios de refinados (gasolina, diésel, GLP, jet fuel y otros productos), por lo que la influencia de estos desarrollos en el comercio energético mundial es aún mayor.
- **Bajista para el crudo: El complejo petrolero de Estados Unidos mejora sustancialmente, lo que favorece el mercado internacional.**
 - ✓ De los 13,6 mbd de crudo que se producen en los EE.UU., 4,0 mbd se exportan (en estado crudo), permaneciendo 9,6 mbd de crudo estadounidense en el país; pero no son suficientes para alimentar las refinerías locales, por lo que EE. UU. importa alrededor de 6 mbd adicionales de crudo pesado (4mbd de Canadá, 0,5 mbd de México, 0,3 de Arabia Saudí, 0,2 de Venezuela, etc.). Aquí es donde Venezuela se convierte en el auténtico comodín para los EE.UU., ya que Venezuela posee uno de los crudos pesados que mejor encajan con las refinerías estadounidenses. Consideramos que, si en el futuro se normalizaran las relaciones y aumentara su producción, Venezuela competiría directamente con Canadá, desplazando una parte importante del crudo canadiense y reduciendo considerablemente su precio, y con ello, el precio del crudo mundial y de los refinados.
 - ✓ Entre producción local e importaciones de crudo, las refinerías estadounidenses procesan en total ~16 mbd de crudos, y de ellos producen unos ~16,5 – 17 mbd de combustibles refinados. De esos combustibles, ~10 mbd se consumen en domésticamente (en EE. UU.) mientras que ~6,5–7,0 mbd se exportan.
 - ✓ Este dato explica por qué Estados Unidos es simultáneamente el mayor productor mundial de petróleo y el mayor exportador mundial de energía combinada (crudo + refinados). La razón radica en que Estados Unidos es, probablemente, el país con el sistema de refino más eficiente y sofisticado del mundo.
 - ✓ Las refinerías de Texas y Louisiana presentan un Índice Nelson de 12,5 frente a una media mundial de 8 (en Europa es 7.25). (Oil & Gas Journal). Cuanto mayor es este índice, mayor es la capacidad para transformar crudos pesados y baratos en combustibles de alto valor (gasolina, diésel, queroseno).
 - ✓ Eso se debe a 2 razones: 1) Pueden procesar casi cualquier tipo de crudo. Fueron diseñadas para tratar desde crudos ultrapesados (Canadá, México o Venezuela) hasta el crudo ligero del shale. Y es esa flexibilidad precisamente la que les permite comprar la materia prima más competitiva en cada momento. 2) EE. UU. dispone de una escala sin precedentes, con una capacidad de refino de aproximadamente 18 millones de barriles diarios, la mayor del mundo. Esa gran escala reduce los costes unitarios y les permite disfrutar de una ventaja en eficiencia logística (Oleoductos, terminales marítimas, almacenamiento, petroquímica y exportación están integrados en un mismo ecosistema).
 - ✓ Las tasas de utilización suelen situarse entre el 90% y el 95%, muy por encima de muchas regiones. Sus únicos rivales serían Arabia Saudí y, quizás, la India.
- **Muy bajista para el crudo: Rápida recuperación de la producción de hidrocarburos en Oriente Medio.** La producción rebota ~15 millones de barriles diarios, y Rystad Energy (consultora energética) adelanta tres meses la vuelta a los niveles previos al conflicto. La oferta suspendida hace tres semanas era de 11,7 millones de barriles diarios (mbd), y ahora se sitúa en 9,6 mbd (ya se han recuperado 2mbd y se siguen recuperando con rapidez). La previsión de la consultora es que para septiembre quedarán menos de 2 mbd todavía suspendidos. Es decir, se han adelantado los tiempos de normalización de forma muy considerable; lo que supone una noticia claramente bajista para el precio del petróleo.
- **Neutral para el crudo:** El conflicto con Irán sigue generando titulares, pero su impacto sobre los mercados viene siendo cada vez más limitado. Hay señales de que el tráfico a través del Estrecho de Ormuz está aumentando a pesar de los episodios de tensión. Nuestra visión de fondo sigue siendo que ninguna de las partes tiene incentivos claros para reactivar una escalada militar sostenida. Con estas actuaciones militares, es muy probable que ambas partes busquen señalar capacidad de disuasión y consistencia de cara a su postura, pero sin cruzar el umbral de una guerra abierta. **A pesar de las hostilidades en el Golfo, las negociaciones USA-Irán continúan vivas.** La contradicción entre Washington y Teherán mantiene la incertidumbre, pero el hecho de que EE. UU. afirme que las conversaciones siguen mantiene viva la posibilidad de una salida hacia un nuevo equilibrio —quizás inestable, pero equilibrio, al fin y al cabo—, permitiendo una reducción parcial de la prima de riesgo geopolítico sobre el crudo. Las navieras han sabido también encontrar rutas alternativas próximas a Omán, lo que reduce la capacidad de Irán para utilizar el estrecho como instrumento de presión sobre el mercado petrolero. Por el lado negativo (alcista para el crudo), los enfrentamientos entre Israel y Hezbollah siguen siendo un riesgo activo, aunque, por ahora, sin afectar de forma significativa a la oferta mundial de petróleo.

Factores alcistas a corto plazo para los precios del crudo

- **Neutral para el crudo / alcista para la gasolina:** Ucrania golpea refinerías importantes en Rusia (Slavyansk-na-Kubani), reduciendo así la capacidad rusa para transformar crudo en gasolina, diésel y otros derivados. En principio, no reduce la producción de petróleo (y por tanto no afecta al precio), pero sí a la capacidad de refino y, por lo tanto, genera una importante escasez de combustibles —algo ya reconocido por Moscú—. De hecho, hemos observado afectaciones importantes en el suministro interno de combustibles en Rusia, lo que puede obligar a Rusia a restringir exportaciones de gasolina o diésel para priorizar el mercado doméstico. Esto puede elevar el precio internacional de los productos refinados, como la gasolina, ya que Rusia exporta unos 2,4 mbd de productos refinados, lo que representa un 10%-15% del comercio internacional de refinados. Cabe recordar que el volumen mundial consumido de producto refinado es > 105 mbd, pero la mayoría de ese combustible se consume en el mismo país donde se refina, dejando tan solo una fracción cruzando fronteras.



MATERIAS PRIMAS

Página 20

METALES PRECIOSOS – ORO

El oro conserva soporte geopolítico, pero pierde protagonismo frente a la IA

Principales drivers para el oro

El oro ha perdido 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 herramienta de protección ante la inestabilidad del mercado, y decidirán según cuál de los dos 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. En cuanto a la oferta del US Treasury, mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo (sacando de su balance) bonos del Tesoro y con ello elevando su oferta, el oro cumplió mejor esa función de activo refugio. Esto podría estar detrás de su espectacular recorrido en el último año (que es cuando la FED mantuvo el QT). Sin embargo, ahora que la Fed ha anunciado el fin del QT, reduciendo con ello la oferta de bonos del Tesoro, estos podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio preferido en 2025, en detrimento del oro. En tanto en cuanto la Fed mantenga esta decisión, y ya no se deshaga de más bonos, 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.

La liquidez ya no busca refugio: busca IA

El oro ha perdido parte de su tracción como receptor marginal de liquidez. La razón es que la nueva gran narrativa de mercado ya no es la preservación de valor, sino la financiación del ciclo de inversión en IA. El fuerte aumento del capex global —data centers, chips, infraestructura eléctrica, cloud y compute— está canalizando una parte creciente de la liquidez disponible hacia activos vinculados a la inteligencia artificial. En otras palabras, la IA se ha convertido en “the new thing”: el gran imán de capital del sistema. Esto no elimina el papel defensivo del oro, pero sí reduce su capacidad de liderar en un entorno donde la liquidez busca más crecimiento estructural que protección.

Pasemos a los riesgos que podrían poner fin al rally secular del oro.

- Tipos nominales y reales en USD más altos: (Riesgo BAJO-MEDIO).** 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 (impulsando a su vez al USD). Este hecho puso fin al rally del oro. Vemos este riesgo contenido hoy.
- Apreciación del USD: (Riesgo MEDIO).** El rally del oro en el periodo 1985-1988 terminó cuando Alemania se retiró del Acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir, y con ellos también el USD. De igual modo, en el periodo 2001-2011 —cuando la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz a 1.800 USD/oz—, la política de «guns & butter» de George W. Bush estimuló alzas económicas en países de mercados emergentes, que se convirtieron en los nuevos compradores activos, entre ellos el oro. Pero esa tendencia duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011 (con la consecuente depreciación de las monedas emergentes). Ello encareció el coste de funding en USD para las empresas emergentes, provocando un freno en estas economías, y también en su impulso comprador de activos (entre ellos el Oro). Hoy vemos un USD fortaleciéndose debido a la importante transformación que ha experimentado todo el complejo petrolero de Estados Unidos, y que podría derivar en un flujo estructural adicional hacia el USD.
- Pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes: (Riesgo BAJO).** Seguimos teniendo una visión favorable para estas economías; que suelen ser impulsoras de la demanda de oro.



DIVISAS

Página 21

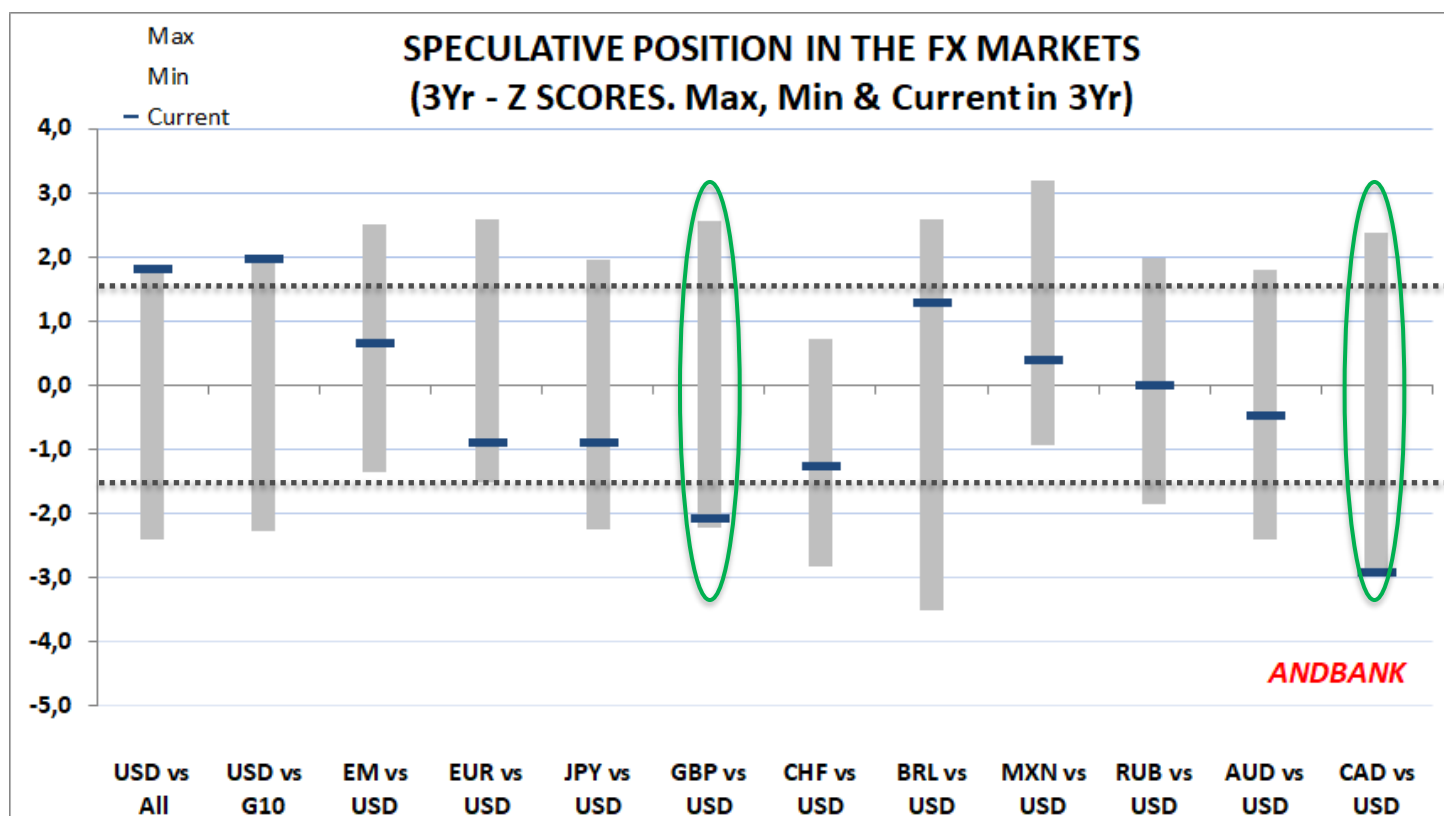
TIPOS DE CAMBIO

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	38,81	23,21	38,8	-28,2	3,3	1,82
USD vs G10	41,70	23,58	41,7	-25,4	4,9	1,98
EM	2,89	0,37	3,9	-0,8	2,0	0,67
EUR	0,16	-6,95	26,8	-8,6	9,0	-0,90
JPY	-11,93	-1,80	1,1	-15,0	-7,8	-0,90
GBP	-8,47	-4,07	4,3	-8,7	-2,2	-2,06
CHF	-6,03	-0,80	0,2	-7,0	-3,4	-1,27
BRL	0,87	-0,07	1,4	-0,8	0,1	1,31
MXN	2,03	0,45	3,3	-0,5	1,6	0,41
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-1,23	-4,23	6,2	-5,2	0,5	-0,48
CAD	-10,62	-3,82	6,1	-10,6	-0,4	-2,90

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

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 22

Asset Class	Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
				07/07/2026		
				08/07/2026		
Equity	USA - S&P 500	3,8%	10,2%	7.544	7.734	2,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,7%	8,3%	641	619	-3,4%
	SPAIN - IBEX 35	6,9%	12,0%	19.387	18.360	-5,3%
	MEXICO - MXSE IPC	2,0%	2,8%	66.107	72.600	9,8%
	BRAZIL - BOVESPA	2,4%	7,2%	172.742	191.900	11,1%
	JAPAN TOPIX	4,9%	18,4%	4.036	4.291	6,3%
	China SSE Comp. A share	0,1%	0,7%	4.191	4.355	3,9%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-0,5%	5,7%	2.675	2.969	11,0%
	INDIA - SENSEX	4,8%	-9,0%	77.569	80.500	3,8%
	VIETNAM - VN Index	1,4%	2,5%	1.828	1.918	4,9%
	MSCI EM ASIA (in USD)	0,2%	23,0%	953	1.042	9,3%
Fixed Income	US Treasury 10 year Govie	0,9%	-0,4%	4,49	4,50	4,4%
Core countries	UK 10 year Gilt	1,5%	-0,3%	4,79	4,75	5,1%
	German 10 year BUND	1,1%	0,6%	2,96	3,00	2,7%
	Japanese 10 year Govie	-1,1%	-5,1%	2,84	2,75	3,5%
Fixed Income	Spain - 10yr Gov bond	0,9%	0,4%	3,44	3,50	2,9%
Peripheral	Italy - 10yr Gov bond	1,2%	0,1%	3,72	3,75	3,5%
	Portugal - 10yr Gov bond	1,2%	0,1%	3,33	3,40	2,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,8%	0,4%	3,14	3,30	1,9%
	Greece - 10yr Gov bond	1,2%	0,2%	3,60	3,80	2,0%
Fixed Income	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	1,3%	51,50	60	2,6%
Credit	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,1%	2,3%	244,50	260	4,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	2,2%	50,71	75	3,6%
	Credit USD HY - CDX HY	0,8%	4,7%	281,75	400	3,1%
Fixed Income	Turkey - 10yr Gov bond (local)	13,5%	-16,5%	30,87	30,00	37,8%
EMEA						
Fixed Income	China - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,6%	1,73	1,75	1,6%
Asia	India - 10yr Gov bond (local)	2,6%	2,6%	6,70	6,00	12,3%
(Local currency)	Singapore - 10yr Gov bond (local)	0,0%	1,9%	2,09	2,00	2,8%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,7%	-5,0%	7,11	6,00	16,0%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,7%	-5,0%	4,12	3,50	9,1%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	1,1%	-1,5%	1,62	1,75	0,6%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	4,1%	-5,4%	7,05	7,00	7,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,1%	0,8%	3,61	3,00	8,5%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	2,8%	2,0%	1,93	2,25	-0,6%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	-0,7%	4,44	5,25	-2,0%
Fixed Income	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,1%	3,9%	8,99	9,50	4,9%
Latam	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,2%	-1,2%	6,33	6,50	5,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	4,2%	0,8%	14,47	13,50	22,2%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,1%	-0,4%	6,44	6,50	6,0%
Commodities	Oil (WTI)	-22,3%	24,3%	71,3	70,00	-1,9%
	GOLD	-4,6%	-11,0%	4.106,0	4.000	-2,6%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,9%	-2,6%	1,14	1,15	0,6%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,4%	-0,4%	1,34	1,34	-0,1%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,2%	-2,2%	0,85	0,86	0,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,8%	1,7%	0,81	0,77	-4,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,1%	-1,0%	0,92	0,89	-3,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,7%	3,2%	161,69	155,0	-4,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,2%	0,5%	184,89	178,3	-3,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,7%	-2,7%	17,52	18,50	5,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-0,2%	-5,3%	20,03	21,28	6,2%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,3%	-6,6%	5,12	5,20	1,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-2,2%	-9,1%	5,85	5,98	2,2%
	USDARS (price of 1 USD)	3,8%	2,5%	1.487	1.600	7,6%
	USDINR (price of 1 USD)	0,1%	6,1%	95,36	95	-0,4%
	CNY (price of 1 USD)	0,0%	-0,03	6,78	7,00	3,3%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 23

Together
Everyone
Achieves
More



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 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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