

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

Opinión corporativa mensual de Andbank – Marzo de 2025

RMWZ LAS VEGAS REVIEW JOURNAL
2019 @ CREATORS.COM

Opinión Corporativa
Marzo de 2025



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES



RENTA VARIABLE

Index	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	5.802	6.537	12,7%	MW-OW
Europe - Stoxx Europe 600	558	566	1,5%	MW
Spain IBEX 35	13.265	12.351	-6,9%	UW
Mexico IPC GRAL	52.457	62.933	20,0%	MW-OW
Brazil BOVESPA	122.799	132.000	7,5%	UW
Japan TOPIX	2.718	2.962	9,0%	OW
China SSE Comp. A share	3.503	3.163	-9,7%	UW
China Shenzhen Comp	2.054	1.989	-3,2%	UW
India SENSEX	73.730	89.144	20,9%	OW
Vietnam VN Index	1.305	1.517	16,3%	OW
MSCI EM ASIA	601	692	15,1%	OW

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	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	2,9%	3,2%	4,23	4,75	0,0%
UK 10 year Gilt	-1,2%	0,2%	4,68	4,50	6,1%
German 10 year BUND	-2,8%	-2,8%	2,76	2,40	5,6%
Japanese 10 year Govie	-1,5%	-2,6%	1,44	1,25	3,0%
Spain - 10yr Gov bond	-2,8%	-2,5%	3,43	3,15	5,7%
Italy - 10yr Gov bond	-2,4%	-2,0%	3,84	3,65	5,4%
Portugal - 10yr Gov bond	-2,8%	-3,0%	3,27	2,90	6,2%
Ireland - 10yr Gov bond	-2,8%	-2,8%	3,02	2,80	4,8%
Greece - 10yr Gov bond	-2,5%	-2,1%	3,53	3,40	4,6%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	0,7%	53,52	65	2,7%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,5%	1,6%	289,68	360	3,3%
Credit USD IG - CDX IG	0,4%	0,9%	49,79	75	4,0%
Credit USD HY - CDX HY	0,6%	1,3%	294,57	450	2,6%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	2,7%	18,1%	25,83	26,83	17,8%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	2,7%	15,11	25,00	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	-0,1%	1,74	1,25	5,7%
India - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,7%	6,71	6,25	10,4%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,7%	2,2%	2,69	2,50	4,2%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,2%	2,5%	6,84	5,75	15,6%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,1%	2,66	2,75	2,0%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,5%	1,59	2,50	-5,7%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,9%	6,10	5,00	14,9%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	1,1%	3,76	3,00	9,9%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,3%	0,9%	2,17	1,75	5,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,5%	3,02	4,00	-4,8%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	3,9%	8,9%	9,57	10,50	2,1%
Mexico - 10yr Govie (USD)	4,3%	4,1%	6,26	6,75	2,3%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-3,3%	1,1%	15,32	14,75	19,9%
Brazil - 10yr Govie (USD)	2,3%	5,0%	6,56	7,75	-2,9%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	-8,5%	-7,0%	66,1	70,00	5,9%
GOLD	1,9%	10,8%	2.919,0	2.400	-17,8%
EURUSD (price of 1 EUR)	3,9%	3,3%	1,07	1,05	-2,3%
GBPUSD (price of 1 GBP)	3,3%	2,5%	1,29	1,29	0,2%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,6%	0,8%	0,84	0,81	-2,5%
USDCHF (price of 1 USD)	-2,4%	-1,7%	0,89	0,87	-2,1%
EURCHF (price of 1 EUR)	1,4%	1,5%	0,95	0,91	-4,3%
USDJPY (price of 1 USD)	-4,0%	-5,3%	148,51	158,0	6,4%
EURJPY (price of 1 EUR)	-0,3%	-2,2%	159,64	165,9	3,9%
USDMXN (price of 1 USD)	0,5%	-1,0%	20,42	21,00	2,8%
EURMXN (price of 1 EUR)	4,1%	2,3%	21,95	22,05	0,5%
USDBRL (price of 1 USD)	1,4%	-4,7%	5,89	5,80	-1,4%
EURBRL (price of 1 EUR)	5,3%	-1,6%	6,33	6,09	-3,7%
USDARS (price of 1 USD)	1,0%	3,2%	1.063,25	1.000	-5,9%
USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	1,7%	86,89	86	-1,0%
CNY (price of 1 USD)	0,0%	-0,7%	7,25	7,50	3,4%





EE.UU.

Llevará un tiempo calibrar el impacto de las decisiones que está adoptando Trump

Mercado de renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

EE.UU. arrancó el año con datos económicos favorables: crecimiento estable, beneficios empresariales superiores a lo esperado y empleo e inflación en niveles satisfactorios.

Factores alcistas para la renta variable

Actividad económica (aún un factor positivo). El crecimiento anualizado del Producto Interior Bruto (PIB) de EE.UU. en el último trimestre de 2024, del 2,3% en términos reales, supuso una desaceleración respecto al 3,1% del trimestre anterior, por efecto sobre todo de la menor inversión empresarial y el aumento del déficit comercial. Pese a ello el gasto de consumo mantuvo su fortaleza al crecer un 4,2%, su tasa más alta desde principios de 2023. El PIB real del conjunto del año, del 2,8%, fue una décima inferior al registrado en 2023.

Mercado laboral (positivo). El mercado de trabajo dio muestras de moderarse al ganar el sector no agrícola 143.000 empleos, menos que en meses anteriores y de lo esperado por el mercado. La tasa de desempleo descendió al 4%, su nivel más bajo desde mayo de 2024, y el salario medio por hora aumentó un 0,5% respecto al mes anterior, lo que equivale a un incremento del 4,1% interanual.

Política monetaria (positivo/volatilidad potencial). La Reserva Federal ha mantenido el tipo de referencia de los *fondos federales* (préstamo interbancario) en el rango objetivo del 4,25%-4,50%, con la mira puesta en reconducir la inflación hacia su meta del 2%. Pese a las recientes presiones inflacionistas, la Fed ha adoptado un enfoque prudente, insistiendo en la necesidad de disponer de datos adicionales antes de volver a tocar los tipos. Las expectativas del mercado son dispares y el consenso se inclina por una o dos bajadas de tipos de interés en 2025.

Beneficios empresariales en 2025 (positivo). El beneficio por acción (BPA) medio del cuarto trimestre de 2024 reflejó un sólido crecimiento, sobre todo entre empresas con importante exposición internacional. Mantenemos el nivel de cotización objetivo del S&P 500 para 2025.

Factores bajistas para la renta variable

Las murallas de NVIDIA y de la industria de semiconductores occidentales bajo asedio: ¿podrán resistir? El 27 de enero, NVIDIA perdió un 20 % de su capitalización de mercado de 3 billones de dólares, marcando una de las ocho mayores caídas bursátiles de la historia. Muchos creen ahora que la inteligencia artificial de China, impulsada por la inferencia en lugar del entrenamiento, representa una amenaza existencial para la industria occidental de semiconductores. Y esto no se trata solo de NVIDIA: la cuestión se extiende a AMD, Intel, ASML, Dell, Applied Materials y una larga lista de empresas que, en conjunto, representan más de la mitad de los índices globales. ¿Podrían tener razón los escépticos de la infraestructura de IA? Sin duda, cuentan con dos argumentos poderosos. Primero, los precios de estas acciones están históricamente elevados. Segundo, la narrativa. Un mensaje cada vez más elaborado y omnipresente sugiere que la inteligencia artificial china es tan potente como la estadounidense, pero a un costo significativamente menor. Ahora, algunos de los ambiciosos planes de inversión en infraestructura de IA están siendo reconsiderados. ¿Podría ser que tales inversiones no sean realmente necesarias?

Precios (neutral/volatilidad potencial). El índice general de precios al consumo (IPC) de EE.UU. aumentó 0,5 pp en enero de 2025, la mayor subida desde agosto de 2023, lo que sitúa la tasa anual en el 3%. El dato subyacente se elevó 0,4 pp en el mes y al 3,3% interanual, lo que apunta a cierta volatilidad en la tendencia de la inflación.

Mercado de deuda

Deuda pública. El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense con vencimiento a 10 años, que comenzó el año en 4,57% y ha fluctuado en los últimos meses por efecto de diversos factores económicos y por decisiones de políticas, a mediados de febrero de 2025 seguía rondando el 4,56%. Se mantiene un nivel de tipos objetivo superior a 4,75% como umbral para empezar a elevar la exposición a la *duración* en renta fija.

Deuda corporativa. Los diferenciales objetivo siguen siendo exigentes, con los bonos con categoría de inversión (IG) y alto rendimiento (HY) en 75 y 450 pb, respectivamente. Los niveles actuales son ajustados, de 50 pb (IG) y 300 pb (HY), lo que justifica mayor prudencia frente a una posible ampliación de diferenciales.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (S&P): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

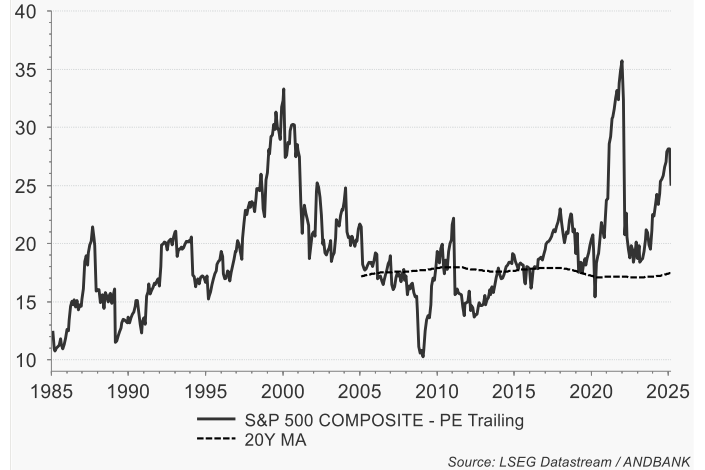
Deuda soberana: (UST 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 4,75%)

Deuda corporativa (CDX IG): NEUTRAL (diferencial objetivo: 75 pb)

Deuda corporativa (CDX HY): INFRAPONDERAR (diferencial objetivo: 450 pb)

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL-SOBREPONDERAR

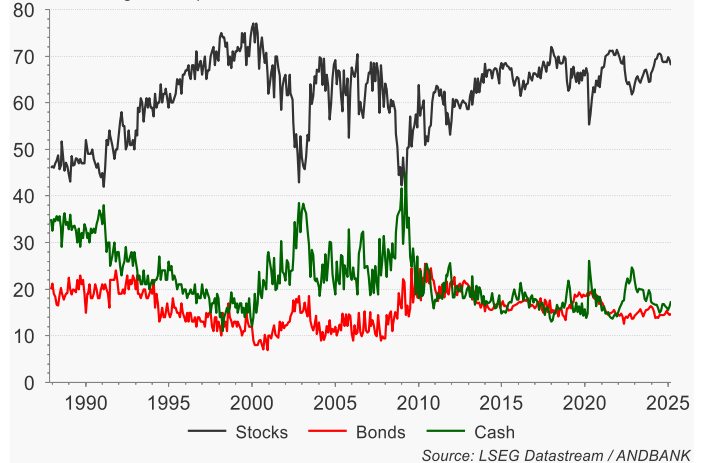
US price-to-earning ratio
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

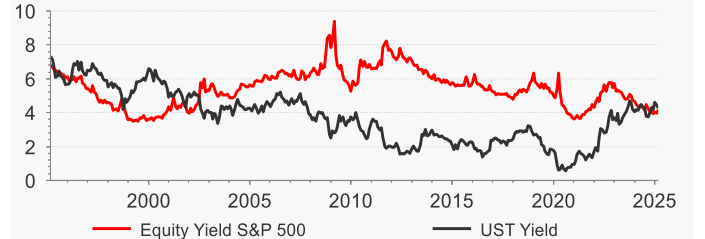
Asset Allocation - US investors

Percentage of the portfolio held in each asset class

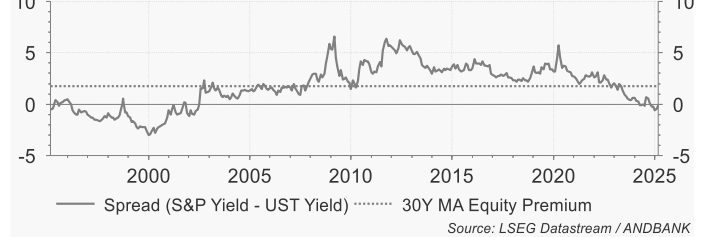


Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Risk Premium



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



EUROPA

Elecciones en Alemania, aranceles comerciales e inicio de las negociaciones para la paz entre Ucrania y Rusia

Factores macroeconómicos y políticos

Factores macroeconómicos alcistas. 1) Los recortes de tipos previsiblemente seguirán en próximas reuniones del BCE (marzo, mayo y junio), lo que reflejaría confianza en la trayectoria de la inflación; 2) la desconfianza de los agentes económicos estaría cerca de tocar fondo, con signos de recuperación en los PMI, sobre todo en el sector servicios; 3) a juzgar por la cifra de PIB del cuarto trimestre el consumo podría empezar a recuperarse gracias al aumento de la renta real (con alzas salariales previstas del 3%-3,5% en 2025), la firmeza del empleo, la mejora de la confianza y una elevada tasa de ahorro.

Factores macroeconómicos bajistas. 1) Las previsiones del PIB de 2025 han vuelto a revisarse a la baja (del 1% al 0,9% interanual el mes pasado); 2) persiste la incertidumbre sobre las políticas de Trump, empeñado en imponer mayores aranceles que podrían afectar hasta al 10% de exportaciones alemanas, en particular del sector automovilístico; 3) se requerirá mayor gasto militar y de defensa para cumplir los compromisos ampliados de la OTAN, que tras la cumbre de junio podrían pasar del actual 2% del PIB a alrededor del 3%; 4) la desinflación del sector servicios requiere un estrecho seguimiento.

Factores políticos alcistas. 1) Las perspectivas de paz en Ucrania podrían mejorar la confianza por el abaratamiento de la energía y el impulso al gasto en reconstrucción, sin dejar de persistir incertidumbres (papel de la UE en las negociaciones, futuro de Ucrania); 2) Europa parece avanzar en su estrategia de defensa con la elaboración de otro gran paquete de gasto militar que permitiría apoyar a Ucrania (y que solo se anunciaría tras las elecciones alemanas); 3) en caso de que Alemania formase una «gran coalición» de gobierno cabría esperar un mayor pragmatismo en la contención de la deuda y políticas pro mercado (reducción de impuestos, desregulación, menores costes energéticos), lo que reforzaría la confianza y la inversión; 4) la reciente aprobación de los presupuestos para 2025 en Francia aporta un elemento de estabilidad fiscal.

Factores políticos bajistas. 1) La falta de cohesión social en Francia podría dificultar la gestión de su elevada deuda pública, con el riesgo de otra ronda de comicios electorales tras el verano; 2) mayor apoyo a la AfD (*Alternative für Deutschland*) podría comprometer la formación de una «gran coalición» y socavaría el liderazgo de Alemania como impulsor de avances en Europa; 3) la UE sigue estancada y sin reformas no podrá competir con el *excepcionalismo* estadounidense.

Mercados financieros: deuda pública, deuda corporativa y renta variable

Deuda pública

Factores alcistas. 1) Los tipos continúan en territorio restrictivo, existiendo margen para relajar algo más la política monetaria (el tipo natural estaría ahora en el 1,75%-2,25%), estimándose que el tipo de la facilidad de depósito acabará rondando el 2%; 2) los tipos reales son positivos; 3) correlación con los bonos del Tesoro de EE.UU., mientras el ciclo de relajación de la Fed avanza lentamente y la actividad parece ralentizarse en EE.UU.

Factores bajistas. 1) El mercado descuenta más recortes de tipos (alrededor de 100 pb hasta 2026); 2) la rigidez a la baja de la inflación podría acentuarse (estancamiento de los precios del sector servicios, presiones recientes de alimentación y energía, expectativas de inflación a 3 años al alza); 3) aumento de las emisiones de deuda debido a la política fiscal expansiva en Alemania y para financiar necesidades de defensa de otros países.

Deuda corporativa

Factores alcistas. 1) Las métricas crediticias, pese a ciertos signos de deterioro, siguen siendo por lo general favorables; 2) las tasas de impago continúan en niveles bajos en el segmento de grado de inversión (IG); 3) el *carry* positivo en todas las calificaciones mitigaría una eventual ampliación de diferenciales; 4) el aumento de la oferta, sobre todo de instrumentos híbridos, está encontrando suficiente demanda; 5) la deuda de sectores expuestos a los aranceles, como el del automóvil, empieza a levantar cabeza.

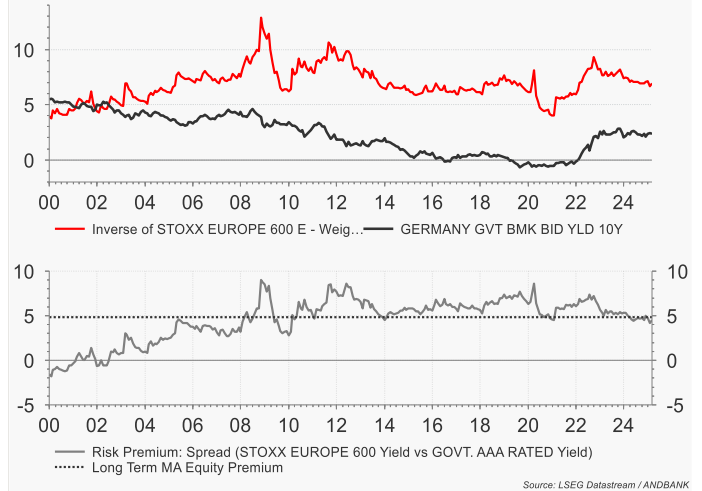
Factores bajistas. 1) Los niveles de valoración parecen exigentes, con diferenciales de crédito inferiores a sus medias históricas; 2) las tasas de impago en el segmento de alto rendimiento (HY) han repuntado ligeramente, suscitando preocupación.

Diferenciales objetivo y posicionamiento. Mantenemos los objetivos de diferencial en 65 pb para IG y 375 pb para HY. Como adaptación a la dinámica actual del mercado se recomienda sobreponderar sectores defensivos y bancos e infraponderar los sensibles a aranceles.

Renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

La renta variable de la zona euro arrancó el año con buen pie. La rentabilidad de la región lleva mucho tiempo dejando que desear respecto a la de otros mercados; con niveles de valoración aún relativamente baratos y un posicionamiento escaso, los inversores confían en que la recuperación en curso se acelerará. El principal catalizador del prometedor comienzo de año sería un eventual avance diplomático que marcara el principio del fin del conflicto en Ucrania.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Los sectores con sesgo más cíclico (en particular los de marcado perfil industrial) fueron los que mejor se comportaron en las últimas semanas. Persiste con todo la preocupación por la incertidumbre en el área comercial, en concreto en relación con los aranceles, cuyo impacto podría ser más profundo y prolongado de lo que el mercado estima. Otro factor clave para el mercado en los próximos meses podría ser el resultado de las elecciones en Alemania, que quizás mejorará la confianza de los consumidores, aunque sea muy improbable que se produzca una reducción significativa de los límites de endeudamiento.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- P. centrales: INFRAP. (Bund, rendimiento obj.: 2,40%; SOBREPOND. a 3%)
- P. perif.: NEUTRAL-INFRAP. (IT 3,65%; ES 3,15%; PT 2,90%; IR 2,80%; GR 3,40%)

Deuda corporativa (iTraxx Europe IG): INFRAPONDERAR (dif. obj.: 65 pb)

Deuda corporativa (iTraxx Europe HY): INFRAPONDERAR (dif. obj.: 375 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): banda táctica: 1-1,05, banda estructural: 0,9-1,10.



ESPAÑA

Un año de retos tras un 2024 excepcional

Factores macroeconómicos y política económica

La economía española cerró 2024 con resultados excepcionalmente buenos, tanto por haber superado las expectativas como por haber logrado crecer en un entorno mundial poco favorable.

Entre los principales factores de tal dinamismo se contó un crecimiento demográfico superior al esperado, que impulsó la actividad económica y la creación de empleo. Los trabajadores extranjeros representaron el 43% de las nuevas afiliaciones a la Seguridad Social, sosteniendo tanto la expansión del mercado laboral como el consumo de los hogares, que aportó aproximadamente la mitad del crecimiento del PIB. El gasto público también superó las previsiones, ya que el mayor crecimiento económico elevó la recaudación fiscal y permitió gastar más sin ampliar significativamente el déficit fiscal.

Por lo que respecta a la inflación la incertidumbre ha aumentado a comienzos de año, en gran parte debido al mayor coste de la energía: los precios mayoristas de la electricidad y el gas fueron en enero un 66,6% y 30,5% más altos, respectivamente, que un año antes. Además, la depreciación del euro frente al dólar podría avivar aún más la inflación al encarecer las importaciones de petróleo, que cotiza en dólares; por ejemplo, el crudo Brent se encareció en enero un 4,1% interanual en euros, pese a haberse abaratado un 1,2% en dólares.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó a la baja la inflación general de enero en 0,1 pp, hasta el 2,9% interanual, y confirmó una inflación subyacente del 2,4%. Se trata del cuarto aumento consecutivo de la inflación desde septiembre, si bien la última subida se debe principalmente a componentes no básicos, en particular el final de reducciones temporales del IVA sobre la electricidad y determinados productos alimentarios.

El sector industrial y manufacturero dio muestras de haberse ralentizado a principios de 2025 al haber crecido menos que en diciembre tanto la producción industrial como los nuevos pedidos. El índice de directores de compras (PMI) del sector manufacturero que compila HCOB se redujo de 53,3 en diciembre a 50,9 en enero, su menor crecimiento desde agosto e indicativo de pérdida de impulso en el sector.

El turismo internacional sigue siendo un motor económico clave. Los turistas extranjeros gastaron en España en diciembre 7.590 millones de EUR, lo que equivale a un aumento del 7% interanual, según el INE. Para el conjunto del año 2024 el gasto turístico total aumentó un 16,1%, hasta los 126.280 millones de EUR. El gasto medio diario por turista en diciembre ascendió a 159 euros, equivalente a un incremento del 6,4% interanual.

La renta disponible de los hogares, ajustada por la inflación, siguió recuperándose. Según el Banco de España, la renta real de los hogares en el tercer trimestre de 2024 superó en un 5,4% su media anterior a la pandemia (2019). En términos interanuales la renta de los hogares creció ese trimestre un 8,2%, es decir, 0,8 pp menos que en el trimestre anterior. Sin ajustar por la inflación, el crecimiento nominal de los salarios fue del 4,2%.

Evolución del mercado de renta variable

Al igual que otros mercados europeos el IBEX 35 comenzó enero con una revalorización notable, dando continuidad a su buen comportamiento de 2024. El índice ganó un 6,67% en las primeras semanas del año, con el sector financiero liderando de nuevo el repunte, gracias a unos beneficios empresariales que por lo general batieron las expectativas.

Los sectores inmobiliario y turístico mantuvieron también unos buenos resultados a nivel macroeconómico; no obstante, su representación entre las empresas cotizadas en el selectivo español es relativamente baja para el peso que tienen en la economía.

En estos momentos, con un beneficio por acción (BPA) previsto para 2025 de 1.086, el índice cotiza a una relación precio/beneficio (PER) de 11,92x. Dado que las expectativas de beneficios para 2025 se mantienen estables, el último repunte del mercado estuvo impulsado más por la expansión de los múltiplos que por el crecimiento de los beneficios.

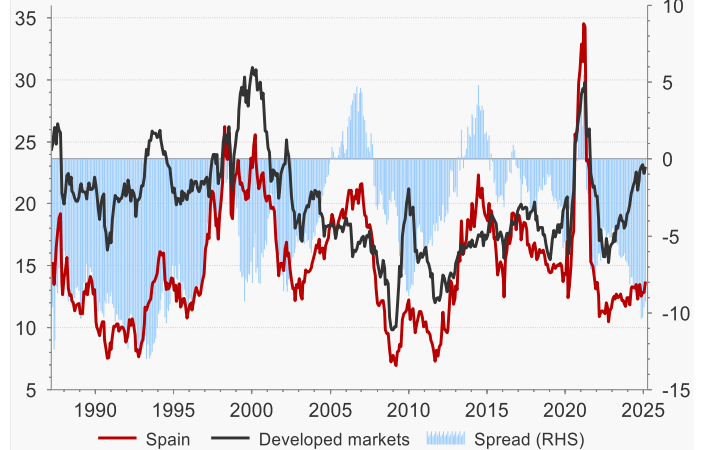
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IBEX): INFRAPONDERAR

Deuda soberana (bono español a 10 años): NEUTRAL (rendimiento objetivo: 3,15%)

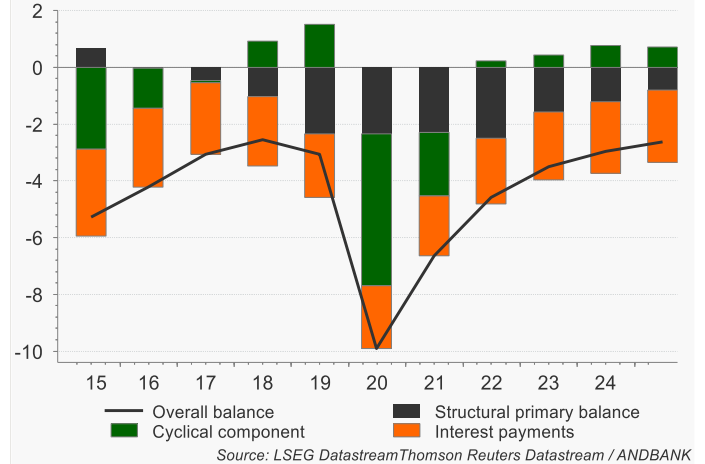
Spain price-to-earnings ratio

Ratio (both axes)



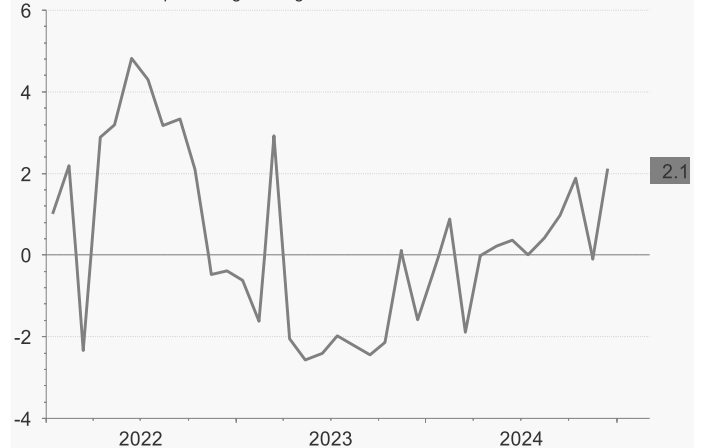
Spain government budget balance breakdown

Total Government. Per cent of GDP



Spain industrial production

Twelve-month percentage change





CHINA

Xi reaviva la confianza al reunirse con personalidades del sector privado y la inversión internacional retorna al país

La menor liquidez y el repunte de valores tecnológicos impulsan los rendimientos e inducen una venta masiva de bonos

Los rendimientos de la deuda pública china aumentaron, superando el bono a 10 años el 1,70% (+16 pb en lo que va de año) tras haber marcado un mínimo histórico en enero. El rendimiento de las letras a un año se elevó al 1,50%, su nivel más alto desde agosto. Las tensiones de liquidez, unidas al repunte de los valores tecnológicos, están impulsando al alza los rendimientos a medida que disminuye la demanda de activos refugio. El interés por el sector tecnológico chino se avivó aún más tras una reunión del presidente Xi con líderes empresariales del sector privado. Las autoridades ven con agrado este moderado aumento de los rendimientos por cuanto ayuda a aliviar la presión sobre el yuan.

El Presidente Xi asiste a un simposio con líderes empresariales chinos para poner fin a años de agitación e impulsar la confianza inversora

El presidente Xi organizó una reunión con destacados ejecutivos en señal del renovado apoyo de Pekín a la empresa privada tras varios años de fuerte intervencionismo. Entre los asistentes se encontraban Jack Ma (fundador de Alibaba), Ren Zhengfei (Huawei), Lei Jun (Xiaomi), Wang Chuanfu (BYD) y Robin Zeng (CATL). Tras años de medidas regulatorias muy intervencionistas, los políticos chinos han adoptado recientemente una postura mucho menos beligerante hacia el sector privado, acuciados por una economía en desaceleración y dada la realidad de que las empresas tienden a alinearse en mayor medida con las iniciativas de Pekín; por ejemplo, en áreas como la IA.

Sociedades y agencias de valores se tornan alcistas ante el repunte de la IA china

Cada vez más firmas de inversión e intermediación bursátil (Morgan Stanley, JPMorgan, UBS) auguran mayor recorrido al alza a las acciones chinas impulsadas por DeepSeek, el modelo de IA cuya aparición ha conllevado una reevaluación fundamental del nivel de valoración del mercado chino. Su estimación es que, dada la escasa exposición de los inversores mundiales a la renta variable china, el impulso se mantendrá en el corto plazo. Estas opiniones alcistas contrastan con el sentimiento bajista de hace solo unos meses, generado por temores relacionados con Trump y los desafíos económicos. En lo que va de año, y tras pasar un lustro a su sombra, las acciones chinas de pequeña capitalización bursátil han empezado a superar a sus homólogas indias al ir reorientándose los fondos de inversión extranjeros desde la renta variable india hacia la china, en un cambio de tendencia que los analistas atribuyen a la disrupción provocada por DeepSeek.

Noticias de empresas

Tencent está integrando el modelo de IA de DeepSeek en las búsquedas de WeChat, sumándose con ello a la creciente adopción de esta tecnología por organismos públicos y proveedores de servicios chinos. Por su parte, Apple se ha propuesto incorporar a partir de mayo funciones de inteligencia artificial en los iPhones en China, un avance que viene acompañado de señales de progreso en su colaboración con Alibaba, que proporcionará la tecnología de IA que censurará y filtrará las salidas al objeto de cumplir los requisitos regulatorios. Apple también se ha asociado con Baidu para gestionar otras funciones de IA para sus iPhones específicos para China, como la inteligencia visual. El gobierno chino podrá ordenar a Alibaba que solicite a Apple modificar los modelos de IA ante cualquier inquietud sobre la información que se proporcione a los usuarios. Estas alianzas deberían estimular las cotizaciones bursátiles de las empresas tecnológicas chinas.

La venta de suelo edificable ha mejorado a principios de año, lo que indicaría que el ajuste del sector inmobiliario podría estar finalizando

En un entorno de políticas favorables y mayor confianza del mercado, en varias de las principales ciudades chinas se han vendido en las últimas semanas solares con primas elevadas. Esto contrasta con el resultado de subastas anteriores, que suscitaron escaso interés y se cerraron con precios bajos. Durante las vacaciones del año nuevo chino la compraventa de vivienda residencial se disparó, con un aumento del 134% (en superficie) en las ciudades principales respecto a las transacciones de hace un año, según datos del CRIC. Un artículo de *Shanghai Securities News* así lo corroboró al revelar que la venta de terrenos en 300 ciudades aumentó un 8% interanual en enero, al tiempo que el precio medio del suelo se disparó un 33%. **Perspectivas:** un informe reciente sobre el mercado inmobiliario chino elaborado por Goldman señala divergencias estructurales (las viviendas vendidas superan a las de nueva construcción, mayor calidad constructiva en ciudades de primer nivel que en las de segundo nivel, la venta de viviendas de segunda mano supera a las realizadas sobre plano) que requieren medidas de apoyo adicionales para que la recuperación pueda sostenerse.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

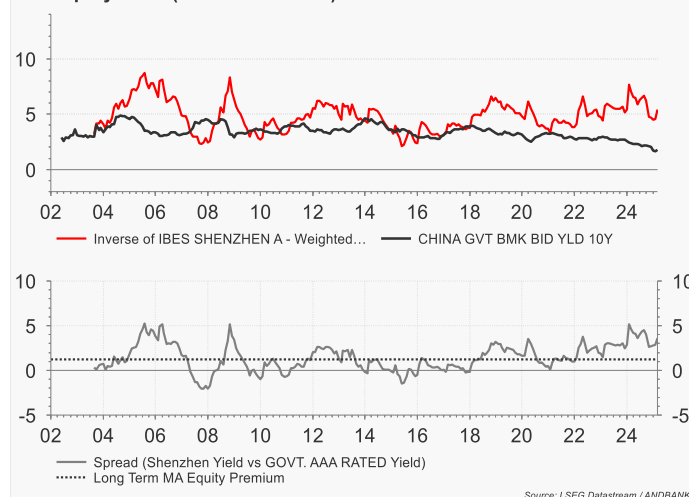
CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices



Equity Yield (China Zhenzhen) vs Risk Free Yield10Y





JAPÓN

El tipo marginal sigue favoreciendo a la renta variable; preferencia por defensa, banca y entretenimiento digital

La mayoría de analistas prevé que el tipo oficial acabará en el 1%, un nivel que se considera favorable al escenario TINA («no hay alternativas a la renta variable»)

La encuesta mensual sobre divisas QUICK (n=70) de Nikkei realizada del 10 al 12 de febrero puso de manifiesto que la mitad de los encuestados preveía un tipo de interés terminal del 1%, con otro 21% que esperaba que fuera del 0,75%. Esto implica que habrá otras dos subidas de tipos en el ciclo actual. El artículo recordaba el reciente discurso de Tamura, miembro del Consejo de gobierno del Banco de Japón (BoJ), en el que abogaba por subir tipos al menos hasta el 1% para mediados del año fiscal 2025, expresando el artículo la idea de que un aumento salarial importante en la ronda de negociaciones de primavera (*shunto*) probablemente acercaría la postura del BoJ a la de Tamura.

Renta variable: perspectivas limitadas a corto plazo (como en otros mercados) y mejores a medio plazo

Las subidas bursátiles seguirían siendo limitadas en el corto plazo mientras la atención continuara centrada en que la Fed «aparcas» su ciclo de relajación y persistiera el efecto sorpresa de nuevas subidas de tipos por el BoJ, sobre todo después de que las cifras del PIB llevaran a especular sobre subidas de tipos superiores a las actualmente previstas. Con una visión de más largo plazo, si las subidas de tipos se materializaran, un tipo terminal del 1% seguiría siendo muy propicio al mercado de renta variable japonés en un entorno de crecimiento económico (en torno al 1% para los próximos tres años), con cifras de inflación esperada del 2%, 1% y 0,9% para 2025, 2026 y 2027 respectivamente, lo que implicaría un entorno de mercado en el que para obtener rentabilidad no cabría otra alternativa que invertir en renta variable.

Desglose sectorial: valores de defensa, banca y entretenimiento

Gran parte de la atención se dirigirá a los valores de defensa, impulsados por la presión de EE.UU. sobre Europa para que contribuya más en materia de seguridad regional. Las expectativas de que los países europeos ampliarán el gasto en defensa y prestarán un apoyo más activo a Ucrania sostendrían indirectamente la revalorización de los grandes valores de defensa de Japón, para el que las implicaciones serían similares. Al respecto, cabe recordar la insistencia de Elbridge Colby, subsecretario de Defensa de EE.UU., en que Tokio debía elevar el gasto en defensa al menos hasta el 3% del PIB, alegando que los esfuerzos actuales (con un objetivo del 2% del PIB) eran insuficientes. En el sector de defensa cabría destacar Mitsubishi Heavy y Kawasaki Heavy.

Los bancos también podrían destacar en rentabilidad apoyados en la subida de los tipos oficiales y en el mayor rendimiento de la deuda pública japonesa.

Los valores del sector del entretenimiento podrían resultar favorecidos como refugio ante la imposición de aranceles. Nikkei apuntó la creciente atención prestada a las acciones del sector, subrayando el potencial de crecimiento de empresas que pueden exportar sus productos digitalmente, sin verse enredadas en guerras comerciales y preocupaciones geopolíticas. Las acciones del sector llevan atrayendo la atención desde el otoño pasado y siguen al alza. El entretenimiento está protegido de los aranceles por una moratoria de la OMC de 1998 aplicable a contenidos digitales. Nomura inició en enero la cobertura de Anycolor y Cover con calificación de «comprar». Sin embargo, declaraciones pasadas de Donald Trump como presidente de EE.UU., en el sentido de que EE.UU. podría retirarse de la OMC, plantean riesgos a más largo plazo.

Datos de actividad de los sectores productivos de la economía

El PIB del cuarto trimestre fue del +2,8% en términos anualizados, frente al +1,1% que esperaba el consenso y un dato revisado del trimestre anterior del +1,7%. Sin anualizar, el crecimiento del PIB fue del +0,7% trimestral, frente al +0,3% del consenso y el +0,4% revisado del trimestre anterior. El dato final de producción industrial del mes de diciembre fue de -0,2%, frente al -2,2% del mes anterior. El índice de actividad del sector terciario de diciembre se situó en +0,1%, cuando fue de -0,3% en el mes anterior. El IPC general se elevó en enero al +4,2% interanual, frente al +4,0% del consenso y el +3,9% anterior.

Firme crecimiento de los beneficios en plena temporada de anuncio de resultados

Nikkei tomó nota de los beneficios empresariales tras haber alcanzado su punto álgido la temporada de presentación de informes de resultados. Con alrededor de 1.070 empresas del mercado principal de la Bolsa de Valores de Tokio con cierre del ejercicio fiscal en marzo habiendo publicado ya sus resultados, el crecimiento de los beneficios es del 64%, casi 7 pp más que un año antes, en lo que representa su nivel más alto desde el auge posterior a la crisis económica provocada por la respuesta a la declaración de pandemia en 2021. En líneas generales, la debilidad del yen favoreció al sector industrial, al tiempo que la entrada de turistas espoleó a los demás sectores.

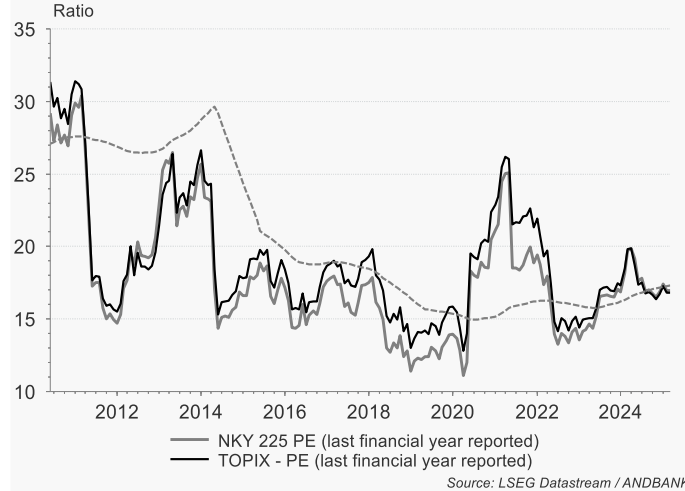
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (N225): SOBREPONDERAR

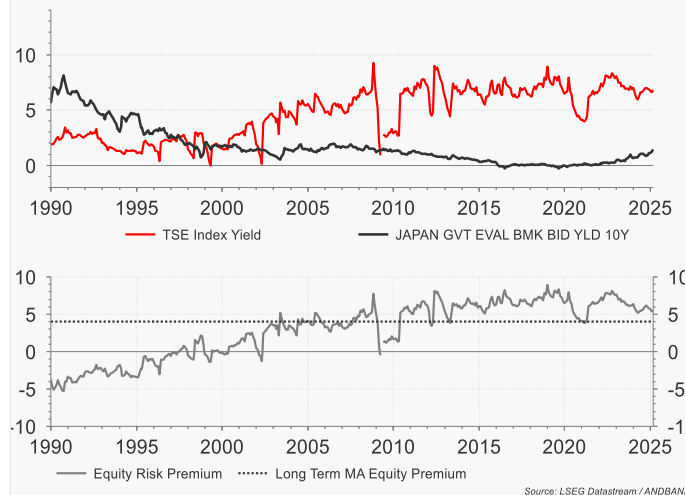
Deuda soberana: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,25%)

Tipo de cambio (USD/JPY): INFRAPONDERAR-NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 158)

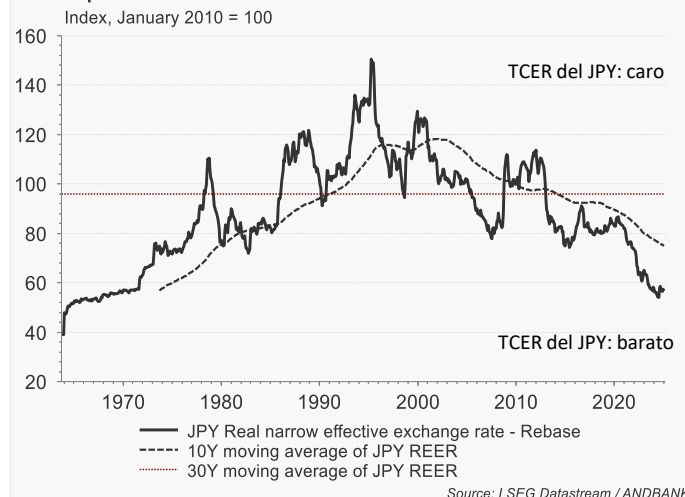
Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER





INDIA

Un mercado expuesto a tensiones arancelarias

El elevado régimen arancelario que aplica India a los productos estadounidenses podría entrañar riesgos para su mercado bursátil

El mercado indio lleva bajo presión desde octubre debido más que nada a la fuerte carga arancelaria que India impone a los productos estadounidenses, lo que de hecho puso al país en el punto de mira del gobierno de Trump. Esta situación explica que numerosos inversores institucionales decidieran materializar plusvalías en posiciones que mantenían en India. Hay que reconocer, con todo, la rapidez con que reaccionó el primer ministro indio Modi, que viajó a Washington para tratar de aliviar las tensiones asociadas a los aranceles indios. En conversaciones con el presidente Trump, Modi propuso acuerdos recíprocos, incluidos compromisos de que la India comprase energía estadounidense y cooperase en asuntos comerciales, geopolíticos y de tecnología nuclear. Estas medidas podrían aliviar las tensiones, pero está por ver si evitarán la imposición de más aranceles a la India una vez que los dos países revisen el 1 de abril sus posiciones. En nuestra opinión, un acuerdo de este tipo podría aliviar en parte las tensiones, pero no bastaría para evitar una nueva escalada.

Pese a ello, pensamos que el impacto sobre la India y su mercado financiero debería ser limitado. Entre otras razones, porque durante el primer mandato presidencial de Trump, en plena inquietud por la guerra arancelaria mundial que podría desatarse, el mercado indio tuvo un comportamiento excepcional al anotarse el Sensex una revalorización del 89%. Esto fue posible gracias a una serie de acuerdos que mantuvieron a la India al margen del conflicto arancelario, una historia que podría repetirse. Siendo difícil anticipar si lograría eludir los aranceles también en esta ocasión, los inversores institucionales tiraron de prudencia y, por fortuna, la mayoría ya salieron del mercado. No obstante el evidente retroceso, con una caída del 10% desde octubre, está por ver que la India logre recuperar su buen comportamiento relativo en el futuro. Ahora bien, a la luz del panorama geopolítico actual y las alianzas estratégicas, tendría sentido que Estados Unidos eligiera reforzar su relación con la India en la región del Índico. Si se renovase esta asociación, bien notoria durante el primer mandato de Trump, el riesgo de conflicto arancelario entre ambos países se minimizaría.

Los analistas esperan que la economía india se mantendrá firme pese a haberse revisado a la baja la previsión de PIB para este año

El Banco de la Reserva de la India (RBI) ha rebajado su previsión de crecimiento del PIB para el ejercicio fiscal 2025 al 6,6%, desde su previsión anterior del 7%, ante el incierto panorama que presenta la economía mundial. India destaca con todo por su resiliencia económica, apoyada en una robusta demanda interna, un sector manufacturero sólido y la continua inversión en infraestructuras. Si se añaden las medidas de consolidación fiscal y una inflación relativamente baja, sus perspectivas económicas invitan al optimismo en comparación con otras grandes economías. En una encuesta reciente el 56% de los analistas preveía que la economía mundial se debilitaría, con divergencias de crecimiento entre regiones económicas: EE.UU. mantendría su solidez, la India exhibiría resistencia, Europa atravesaría por dificultades y China se ralentizaría. El crecimiento previsto del PIB de la India para el año fiscal 2025 es del 6,3% y, para 2026, del 6,5%.

La disciplina fiscal representa un alivio para la confianza de los inversores

Este año se han producido avances notables en consolidación fiscal, con una reducción del déficit fiscal del 9,2% al 4,8%, cifra próxima a los niveles prepandémicos de 2019, y ello pese a importantes recortes en el impuesto sobre la renta de las personas físicas que han liberado 14.000 millones de USD que los hogares pueden ahora destinar a consumo, amortización de deuda o inversión. El presupuesto favorece al consumo y probablemente beneficiará a valores orientados a la economía interna, sobre todo negocios escalables, rentables y resilientes del sector del consumo.

Seguimos considerando la India como principal referente en *friendshoring*

El estado de Karnataka, que atrajo inversiones por importe de 115.000 millones de USD en la Cumbre de Inversores de 2025, ha anunciado su Política Industrial 2025-30 dirigida a reforzar capacidades de fabricación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR (cotización objetivo: 90.000 p.)

Deuda soberana: SOBREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 6,25%)

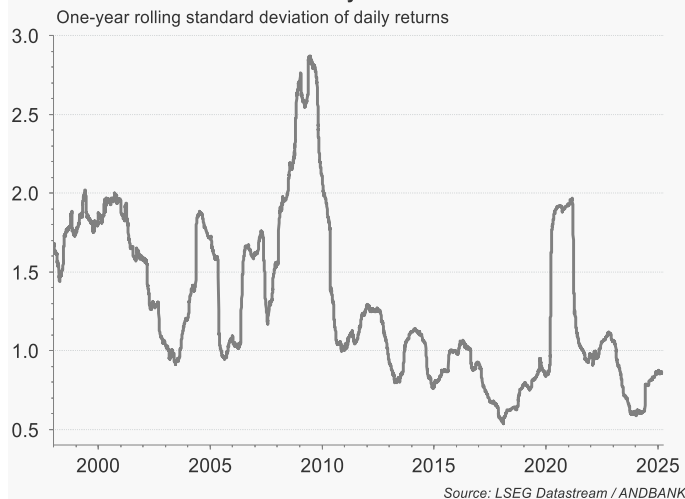
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

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

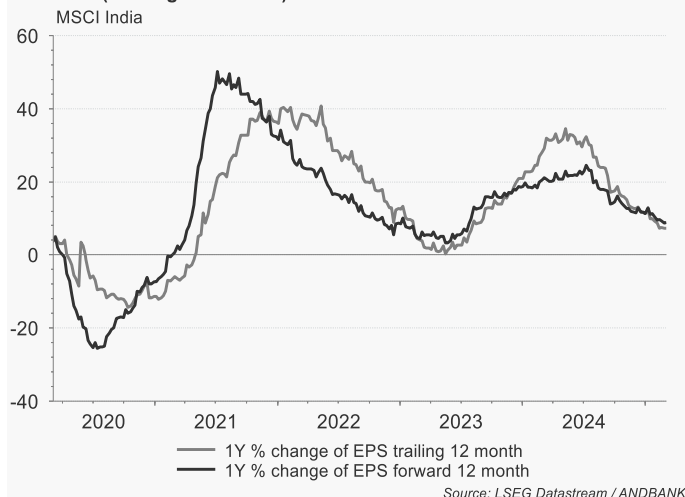
India Datastream index Price Earnings Ratio



India NIFTY 50 realised volatility



EPS (Trailing & Forward)





VIETNAM

El crecimiento del PIB en 2024 superó las previsiones

Las cifras macroeconómicas dan buena idea del dinamismo de la economía

Según la Oficina General de Estadística (GSO) de Vietnam, el sector industrial repuntó con fuerza y el turismo recuperó los niveles previos a la pandemia. El índice de precios al consumo está en 2,71%, bien por debajo del objetivo oficial del 3,63%, y el desempleo se mantiene estable en el 2,24%. El mayor obstáculo para el crecimiento de la economía residía en un sector, el inmobiliario, que también se ha reactivado: pese a los persistentes problemas financieros que aquejan a los promotores inmobiliarios, las nuevas reformas legales y el mayor importe total de las operaciones de compraventa suscitan optimismo en el sector.

La afluencia de inversiones responde a reformas y al nuevo reglamento bursátil

El plan para reducir la plantilla del sector público de aquí a cinco años en un 20% supone todo un revulsivo para el modelo de empleo público, tradicionalmente estable. El paquete de reformas, que incluye reducir los ministerios de 30 a 22, conllevará un ahorro de 4.500 millones de USD y modernizará la administración estatal. Los asuntos objeto de debate están relacionados con aliviar la carga que soportan las empresas en el desarrollo de su actividad, sin descuidar las políticas favorables a la inversión que ya están en marcha. Un nuevo proyecto de ley se propone suavizar las restricciones a la participación extranjera en empresas públicas, eliminando límites que impedían a estas determinar un porcentaje máximo de participación extranjera inferior al estipulado por ley. La propuesta mitigaría los riesgos para una inversión extranjera imposibilitada para anticipar cambios en las empresas públicas y resaltaría el atractivo del mercado bursátil vietnamita a ojos de los inversores extranjeros.

Perspectivas estratégicas

La estrategia económica de Vietnam de 2024 marca un distanciamiento con la tradicional producción de bajo valor añadido. El país está pivotando bajo el nuevo liderazgo hacia el desarrollo del sector de alta tecnología, grandes proyectos de infraestructuras y reformas institucionales. Atrayendo inversión tecnológica internacional, combatiendo la corrupción y con un enfoque diplomático estratégico, Vietnam aspira a transformar su economía y a adquirir el estatus de país de renta alta para 2045. La estrategia de 2024 implicó una revisión integral del modelo de desarrollo del país. La defunción del Secretario General Nguyen Phu Trong y la intensificación de la campaña anticorrupción alteraron de manera significativa el liderazgo y el programa económico de Vietnam. To Lam, nuevo Secretario General, introdujo una visión para una «nueva era de desarrollo». Con miras a sustituir el modelo de ensamblaje de bajo valor añadido, Hanói hace ahora hincapié en la tecnología y en el desarrollo sostenible. To Lam insiste en que la tecnología es el «motor clave» del crecimiento económico, por lo que están poniéndose en marcha programas universitarios especializados en el diseño de semiconductores con el objetivo de acabar formando a 50.000 profesionales de la industria para 2030.

Nuestra visión se hace realidad: el país se beneficia de lo mejor de ambos bloques (Occidente y China)

El primer ministro Phạm Minh Chinh acogió con agrado el plan de inversión en el país de China Railway Construction Corporation (CRCC), anunciado el año pasado, y se reunió con ejecutivos de China Huadian Corporation y Energy China Group. Instó a reforzar la cooperación en energías limpias, en generación de energías eólica y solar, GNL, energía hidroeléctrica de bombeo e infraestructuras de transporte. El Presidente de CRCC, Dai Hegen, expresó interés por los proyectos de ferrocarril, metro e infraestructuras de Vietnam, con un estudio de viabilidad previo a la inversión ya en marcha, en la confianza de que los procedimientos simplificados comenzarán a aplicarse en diciembre de 2025. Huadian busca invertir en energía eólica, hidrógeno verde o renovable, almacenamiento de energía y eficiencia energética, promoviendo la adopción de políticas que fomenten fuentes de energía sostenibles. El primer ministro Chinh también se reunió con Energy China Group, que gestiona 16 proyectos por valor de 2.200 millones de USD en Vietnam. La inversión china en Vietnam, que aumentó un 53%, de 2.920 millones de USD en 2021 a 4.470 millones en 2023, convierte al gigante asiático en el segundo inversor en el país al aportar el 13% del total de la inversión extranjera directa (IED). Japón sigue siendo el primero y se centra en fabricación, tecnología y diversificación de cadenas de suministro.

El superávit comercial con EE.UU. pone a prueba la paciencia de Trump

El superávit comercial registrado con Estados Unidos de 123.500 millones de USD ha puesto a Vietnam directamente en el punto de mira de la creciente ofensiva arancelaria de Trump. Los exportadores de acero y aluminio ya se enfrentan a nuevos aranceles del 25% y los analistas estiman que la imposición de medidas proteccionistas más amplias podría trastornar el modelo de crecimiento vietnamita impulsado por las exportaciones.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (VNI): SOBREPONDERAR (nueva cotización objetivo: 1.500 puntos)

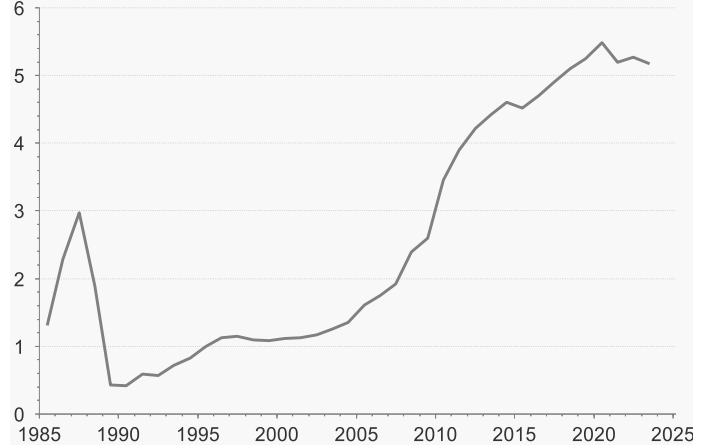
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Vietnam GDP per capita

Per cent of US GDP per capita



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

ISRAEL

La cuestión del retorno a la normalidad

Panorama económico

La economía israelí demostró en febrero su capacidad de resistencia ante los continuos desafíos geopolíticos. El crecimiento del PIB en 2024, del 1%, superó ligeramente las expectativas gracias a una notable recuperación en el último trimestre, que registró un crecimiento anualizado del 2,5% (tras haberse disparado al 5,3% en el tercer trimestre). El modesto crecimiento respondió sobre todo al aumento del gasto militar, que compensó las caídas sufridas en inversión y exportaciones. El gasto de consumo aumentó un 3,9%, mientras que inversión en capital fijo y exportaciones sufrieron sendas caídas del 5,9% y 5,6%. Aun así, el PIB sigue por debajo del anterior a la guerra. El crecimiento debería mejorar significativamente este año, con previsiones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda del +4,0% y +4,3% interanual, respectivamente.

Por su parte, la inflación se aceleró hasta el +3,8% interanual (frente al +3,2% interanual de diciembre), impulsada por la subida del IVA y el coste de los suministros de agua y electricidad. La tendencia de la inflación influirá en las decisiones de política monetaria del Banco Central, ya que la senda del nivel de precios se mantiene muy por encima del rango objetivo de entre el 1% y 3%. Por último, sin dejar de ser importante, el desempleo disminuyó en enero hasta el 2,6%, frente al 2,7% de diciembre de 2024, lo que indicaría un tensionamiento del mercado laboral y una acuciante escasez de mano de obra.

Renta fija

Febrero fue testigo de una considerable actividad en el mercado de deuda pública israelí. No obstante la preocupación por la fragilidad del alto el fuego en Gaza, el Ministerio de Finanzas lanzó con éxito una emisión de bonos internacionales con vencimientos a cinco y diez años por importe de 5.000 millones de USD. Los nuevos bonos israelíes cotizaron a 120 y 145 pb, respectivamente, por encima de sus homólogos del Tesoro de EE.UU., habiéndose adjudicado con sendos rendimientos del 5,375% y 5,626%. Esta emisión atrajo una fuerte demanda, registrándose solicitudes de compra por importe de 23.000 millones de USD (sobresuscripción de 4,6 veces) de 300 inversores de todo el mundo, lo que refleja la firme confianza de los inversores en la estabilidad financiera de Israel en medio de las incertidumbres regionales. La emisión de deuda siguió a la publicación de datos fiscales que mostraban una reducción del déficit fiscal desde el 6,9% del PIB en los 12 meses finalizados en diciembre de 2024 hasta el 5,8% del PIB en los 12 meses hasta enero de 2025.

La curva de tipos-plazos israelí mostró en febrero tendencia a aplanarse. Mientras los rendimientos a corto plazo permanecieron relativamente estables, los rendimientos a diez años disminuyeron 20 pb, del 4,5% al 4,3%. Este cambio indicaría que, pese a los serios retos geopolíticos, los inversores confían cada vez más en el aguante de la economía israelí. Con todo pensamos que los rendimientos actuales podrían no reflejar plenamente todo el espectro de riesgos al que está expuesta la economía israelí. El Banco de Israel mantuvo el tipo de interés de referencia en el 4,5%, con la posibilidad de recortarlo si la inflación evolucionase favorablemente.

Renta variable

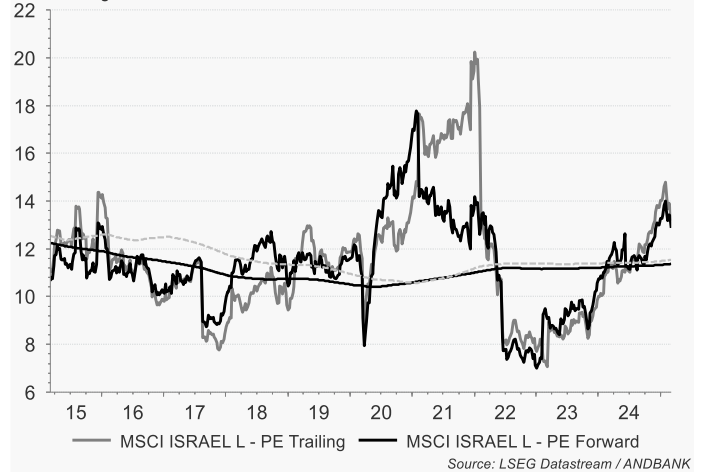
La Bolsa de Tel Aviv (TASE) ha mantenido hasta febrero una evolución satisfactoria. En concreto, el índice Tel Aviv 35, selectivo de referencia para las mayores empresas, ganó un 3,1% en la semana hasta el 14 de febrero. Los sectores tecnológico, energético y financiero se contaron entre los más destacados, contribuyendo no poco a las ganancias empresas como Nova y Camtek. El optimismo inversor, reforzado por el alto el fuego en Gaza y por las expectativas de recuperación económica, sostuvo la buena dinámica de las cotizaciones. Sin embargo, la inquietud suscitada por la fragilidad del alto el fuego y otros riesgos geopolíticos introdujeron volatilidad, provocando altibajos en el mercado. En resumen, la economía israelí aguantó bien en febrero, con un crecimiento modesto y un mercado laboral estable. El mercado de renta fija puso de manifiesto la gran confianza que depositan en él los inversores, según refleja el éxito de las emisiones de bonos. El mercado bursátil mantuvo su trayectoria alcista, impulsado por algunos sectores clave, si bien los factores de incertidumbre geopolíticos introdujeron cierta volatilidad. En conjunto, los indicadores económicos y el comportamiento del mercado apuntarían a perspectivas prudentemente optimistas en el corto plazo para la economía de Israel.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

- Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL
- Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL
- Deuda corporativa: NEUTRAL
- Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral a TCER

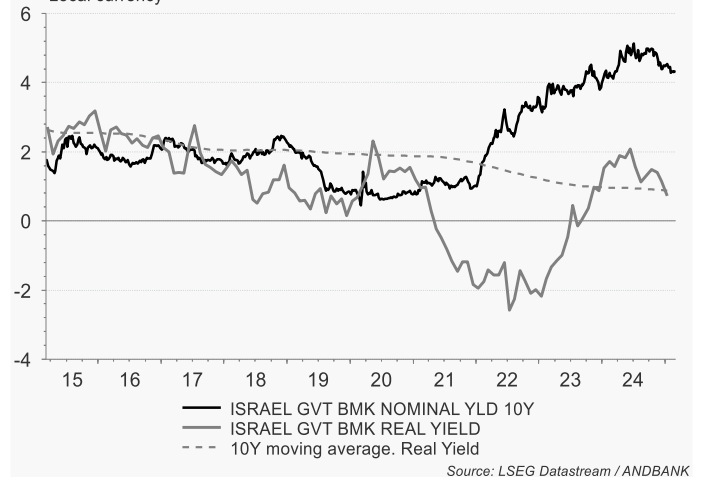
Israel price-to-earning ratio

Trailing & Forward PE



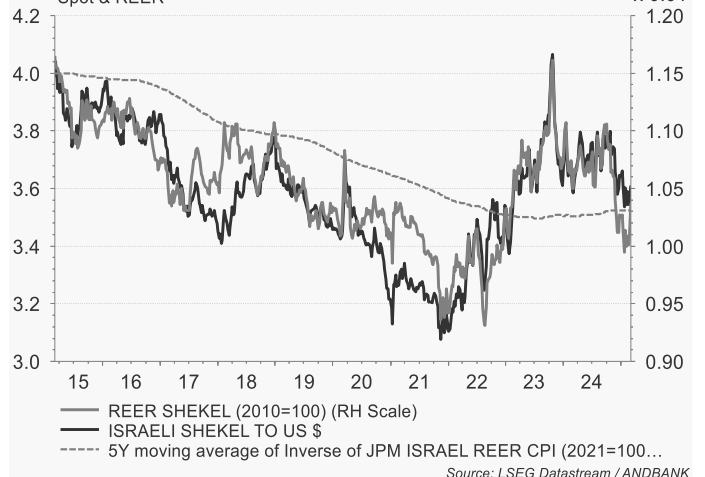
ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y

Local currency



Israel Shekel

Spot & REER





BRASIL

Tiempos difíciles para Lula y Bolsonaro

Inflación alimentaria

La inflación ascendió en Brasil al 4,83% en 2024, superando el rango objetivo oficial (3% con una tolerancia de $\pm 1,5$ puntos porcentuales). El sector de alimentación y bebidas fue el más inflacionario, con una tasa de crecimiento de los precios del 7,69% como resultado de condiciones climáticas adversas, mayores costes de producción y fluctuaciones del tipo de cambio. Artículos básicos como la carne y el café registraron fuertes subidas, que repercutieron significativamente en el coste de la vida. Otros sectores relevantes para la inflación fueron salud y cuidado personal (+6,09%) y transporte (+3,3%; en particular, la gasolina se encareció un 9,71%). Estos tres sectores supusieron el 65% de la inflación total.

El Banco Central sube tipos en medio de la inflación y la incertidumbre económica

El Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central de Brasil (BCB), presidido por primera vez por Gabriel Galípolo, su nuevo gobernador, decidió por unanimidad subir el tipo de interés de referencia (Selic) un punto porcentual, situándolo en el 13,25%. El COPOM destacó las incertidumbres externas, en particular en Estados Unidos, que plantean dudas sobre la postura de la Reserva Federal (Fed). Mientras tanto, la economía brasileña da muestras de recalentamiento, con una inflación tanto general como subyacente superiores al objetivo, con inquietudes sobre el gasto público que han repercutido en la cotización de los activos. De cara al futuro, el COPOM confirmó otro aumento de un punto porcentual en marzo, pero sin comprometerse a nuevas subidas en mayo, afirmando que seguirá vigilando de cerca la inflación.

Índices de aprobación de Lula

Las familias de renta baja, que destinan una mayor proporción de su presupuesto a cubrir necesidades básicas, han resultado desproporcionadamente perjudicadas por la subida de los precios. La insatisfacción popular con la respuesta de Lula a la inflación ha hecho descender su tasa de aprobación: según la última encuesta de Datafolha, sólo el 24% de los votantes aprueba su gobierno, mientras que el 41% lo desaprueba, lo que representa el menor índice de aprobación de sus tres mandatos. La caída es más pronunciada entre su base electoral: residentes del nordeste, mujeres, personas con rentas más bajas y con menos estudios.

Inflación al margen, el gobierno tiene problemas de comunicación institucional que están permitiendo a la oposición aprovechar el descontento popular con sus políticas. Además, fuentes bien informadas consideran que el gobierno carece de ideas nuevas. Sumado al giro en todo el mundo hacia políticas de derechas, esto ejerce presión adicional sobre la agenda izquierdista de Lula.

Acusación contra Bolsonaro

La Procuraduría-Geral da República (PGR) finalizó el informe sobre la presunta trama golpista que implicaba al ex presidente Jair Bolsonaro y a otras 36 personas, incluidos militares y aliados cercanos. El informe, que se presentará a Alexandre de Moraes, ministro del Tribunal Supremo Federal de Brasil, examina posibles cargos como abolición violenta del Estado democrático, golpe de Estado y organización criminal.

Un testigo clave en el caso, Mauro Cid, anterior ayudante de Bolsonaro, declaró en virtud de un acuerdo de delación compensada que Bolsonaro no sólo conocía la trama golpista, sino que había sugerido modificaciones al plan.

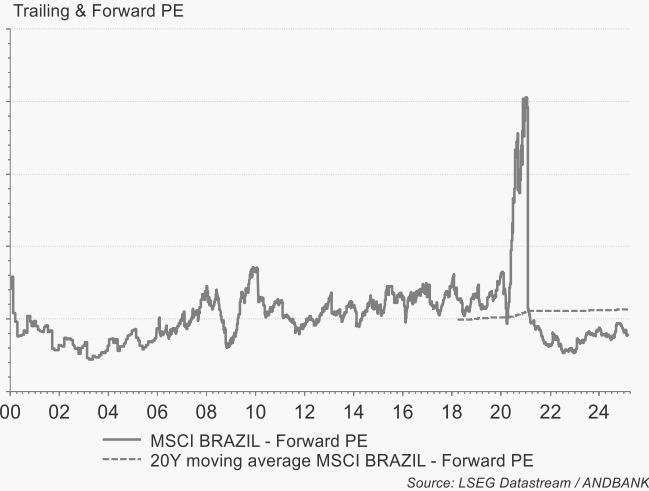
Por su parte, la Policía Federal realizó recientemente su última operación relacionada con la intentona golpista y detuvo a sospechosos supuestamente implicados en planificar los asesinatos del presidente Lula, el vicepresidente Geraldo Alckmin y el ministro Alexandre de Moraes. Culmina con ello una amplia investigación dirigida a desmantelar la trama.

El informe de la PGR será crucial para determinar si se presentarán cargos formales. Si el poder judicial procediera con procedimientos penales, los juicios podrían continuar. En tal caso, el Tribunal Supremo apuntó a una resolución para mediados de 2025 a fin de evitar interferencias con las elecciones de 2026. Si es condenado, Bolsonaro podría enfrentarse a más de 30 años de inelegibilidad para cargos políticos.

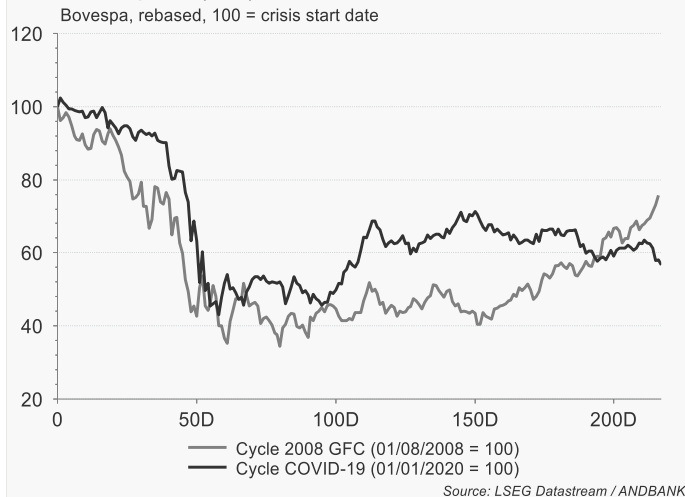
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (iBovespa): INFRAPOND. (objetivo: 132.000 puntos)
 Deuda soberana en local: SOBREPOND. (dif.obj.:1.000pb; rend.obj.: 14,75%)
 Deuda soberana en USD: INFRAPOND. (diferencial obj.:300 pb; rend. obj.: 7,75%)
 Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAPOND.-NEUTRAL (obj a medio plazo: 5,80)

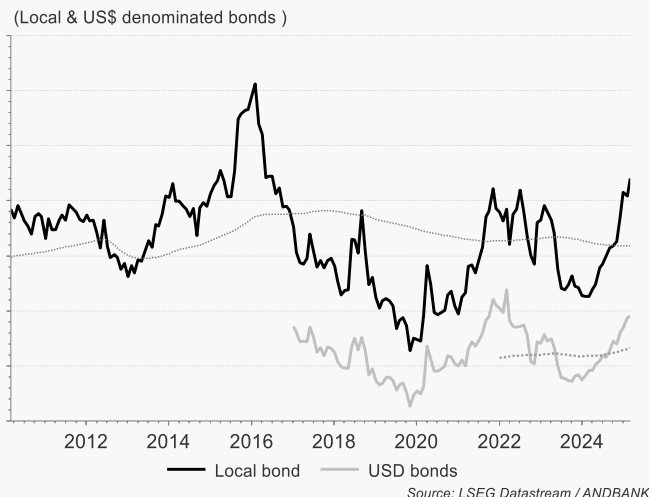
Brazil MSCI Index price-to-earning



Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST





MÉXICO

La respuesta de Sheinbaum a los desafíos comerciales de EE.UU. va en la dirección correcta

Política monetaria

El Banco de México (Banxico) recortó 50 pb el tipo de interés oficial en su primera reunión de 2025 aduciendo que la inflación general había descendido hasta niveles comprendidos en su rango objetivo (3% ±1%). Las previsiones son de convergencia de la inflación subyacente hacia el 3% entre el cuarto trimestre de 2025 y el primero de 2026. La Junta de Gobierno de Banxico reiteró que el tipo de interés real *ex ante* seguía siendo muy restrictivo, por lo que, dada la composición actual de la Junta, bien podría instrumentarse otra bajada de tipos similar en la próxima reunión de marzo. Con todo, da la impresión de que Banxico podría estar actuando de forma preventiva, yendo más allá de su mandato singular de estabilidad de precios, ya que parece preocupado por la debilidad de los datos económicos y los posibles riesgos para el crecimiento que se derivarían de una eventual imposición de aranceles por parte de EE.UU.

Actividad económica e inflación

El PIB de México se contrajo en el cuarto trimestre de 2024, marcando su primer trimestre en negativo desde 2021, como consecuencia del debilitamiento del consumo y la pausa que se tomó la inversión en el segundo trimestre. El crecimiento de las exportaciones prestó cierto apoyo al haberse apresurado las empresas mexicanas a realizar los envíos antes de que Trump tomase posesión. La inflación general se redujo al 3,59% interanual en enero, al tiempo que la subyacente se mantuvo estable en torno al 3,65% interanual. Aun persistiendo las presiones sobre los precios de los servicios, los dos últimos informes mensuales mostraron un cambio en la dinámica de la inflación subyacente al registrar un notable aumento en los precios de los bienes.

Política económica

Consideramos alentador el cambio de orientación impreso a la política económica por el gobierno de Claudia Sheinbaum, sobre todo en las relaciones con EE.UU. La aprobación de un nuevo plan económico respalda a los sectores orientados a la exportación y busca potenciar la integración regional, que se mantiene bien a pesar de los retos geopolíticos actuales. Ante las amenazas arancelarias del gobierno de Trump, México desplegó con diligencia en la frontera fuerzas de la Guardia Nacional (policía militar), logrando retrasar un mes la aplicación de un arancel del 25% sobre un amplio espectro de exportaciones mexicanas. El gobierno también ofrece incentivos fiscales a la inversión extranjera directa en regiones clave, buscando atraer industrias en plenas tensiones comerciales globales. Además anunció proyectos que permiten la participación del sector privado, en particular la inversión conjunta en el sector energético (generación y distribución de electricidad, hidrocarburos). Un cambio respecto a las políticas de la época de López Obrador.

Mercados financieros

Renta variable. El principal índice bursátil de México (IPC), tras retroceder un 13,7% en 2024, arrancó 2025 con un fuerte repunte, registrando una ganancia del 3,43% en enero, y en lo que va de año acumula ya una rentabilidad superior al 10%. Esto, a pesar de la mayor aversión al riesgo, consecuencia de la incertidumbre por los cambios legislativos en el país y las inquietudes geopolíticas a nivel internacional, en particular relacionadas con el gobierno de Trump. A nuestro juicio las acciones mexicanas entrañan un potencial de revalorización considerable, reflejando los niveles de valoración actuales un descuento sustancial, tanto respecto a los mercados internacionales como a medias históricas. En concreto, el índice IPC cotiza con un descuento del 15% respecto a 2023 medido por el ratio EV/EBITDA y un 21% por debajo de su media de los últimos tres años. Nuestra previsión a 12 meses, para una relación precio/beneficios (PER) de 14x y un crecimiento estimado de los beneficios en torno al 11%, es que el índice superará los 60.000 puntos.

Renta fija. El diferencial de rendimiento entre bono mexicano a 10 años en pesos y bono del Tesoro de EE.UU. se redujo a 530 pb, por debajo de su media móvil de 200 días de 560 pb, tras alcanzar en 2024 dos máximos (uno en junio, impulsado por las elecciones, y otro en agosto, debido a la volatilidad mundial) por encima de los 600 pb. Hemos elevado a 575 pb el objetivo de final de año para el diferencial, anticipando mayor volatilidad en los próximos meses. Reiteramos prudencia con la estrategia de *duración* media de la cartera de deuda en pesos. Para el bono mexicano denominado en dólares el diferencial se ha estrechado a 183 pb, con una previsión para final de año de 200 pb.

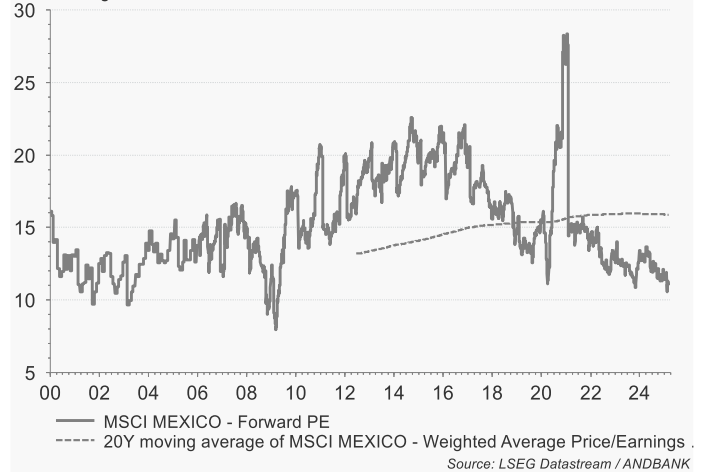
Tipo de cambio. El peso mexicano ha mostrado resistencia a depreciarse en un entorno mundial caracterizado por la volatilidad. Tras registrar una caída excesiva el primer fin de semana de febrero (cuando inicialmente se preveía la entrada en vigor de los aranceles), su cambio con el dólar se estabilizó en una horquilla de 20,30 a 20,50. Mantenemos el cruce previsto para final de año en 21 pesos por dólar, sin descartar posibles episodios de volatilidad en el último trimestre del año.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR (objetivo: 62.900 puntos)
 Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 575 pb; rend. obj.: 10,5%)
 Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,75%)
 Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21)

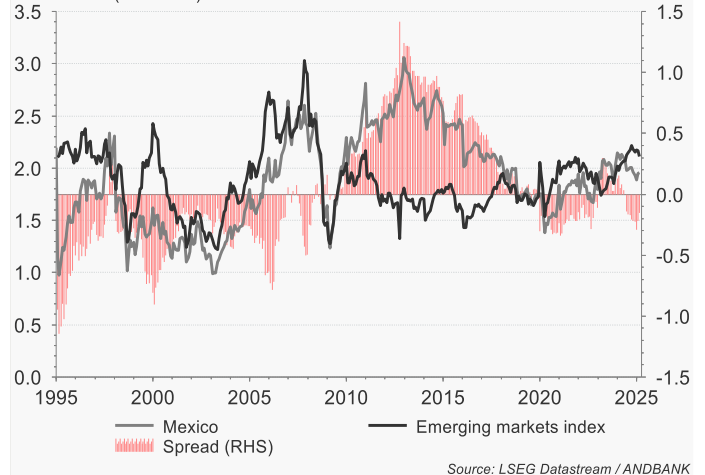
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



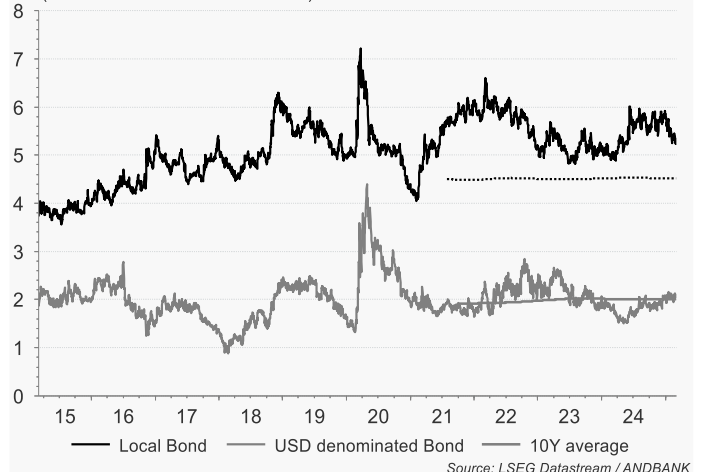
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

El tablero político comienza a moverse

Política: el camino hacia las elecciones de octubre

Los activos argentinos estarán expuestos este año de un modo particular a las elecciones legislativas del próximo octubre. El Gobierno se enfrenta actualmente a un Congreso fragmentado, en el que la oposición ostenta la mayoría en ambas cámaras. Aun cuando el partido gobernante obtuviera resultados inferiores a los esperados, su representación en el Congreso aumentaría con todo. Para maximizar su influencia se preveía una alianza entre *La Libertad Avanza* (LLA) y el *PRO*, su principal aliado legislativo en este mandato. En todos los escenarios favorables *LLA* seguiría necesitando alianzas para aprobar leyes importantes. Ahora bien, las tensiones en el seno del *PRO* van a más. Mientras, un grupo de intendentes bonaerenses impulsa un acuerdo con *LLA* o Mauricio Macri. Si finalmente el *PRO* decidiera no alinearse con Milei, el peronismo podría ganar terreno en la Provincia de Buenos Aires, lo que supondría un revés estratégico para la oposición. Por su parte, el oficialismo logró que la Cámara de Diputados aprobase un proyecto de ley que suprime las elecciones primarias internas. El proyecto se someterá ahora a votación en el Senado. De aprobarse, el plazo para presentar alianzas se ampliaría de mayo a agosto, lo que podría retrasar aún más las negociaciones políticas.

FMI: el control de capitales es la cuestión espinesa de la que no se habla

El déficit por cuenta corriente disminuye este año y el superávit aportado por el resto de la cuenta financiera privada es insuficiente para compensarlo del todo. Para cubrir el déficit de financiación Argentina necesitará entradas de dólares a través de la cuenta financiera. Asegurar tanto un déficit primario cero como una refinanciación de la deuda denominada en pesos será crucial, pero también se requerirá financiación adicional procedente de un nuevo acuerdo con el FMI.

No obstante los logros económicos del gobierno actual, Argentina tendrá que desmantelar los controles de capital, un objetivo al que podría contribuir decisivamente un acuerdo con el FMI. El ministro de Economía, Luis Caputo, ha confirmado que de hecho se firmará un nuevo acuerdo con el FMI en el primer cuatrimestre del año. Aunque pendiente aún de ultimar detalles, el acuerdo debería facilitar nuevos fondos sin aumentar la deuda neta. En su lugar, la deuda actual del Tesoro argentino con el Banco Central (procedente de letras intransferibles emitidas en el pasado a cambio de reservas internacionales) se sustituirá por deuda con el FMI. En cuanto a los controles de capital, el presidente Javier Milei ha anunciado que se levantarán totalmente el 1 de enero de 2026, si bien un acuerdo con el FMI podría adelantar la fecha. El reto es que, dada la proximidad de las elecciones y el firme compromiso del gobierno de evitar una volatilidad financiera que pudiera quebrar el proceso desinflationario, no cabe comprometerse a corto plazo con un nuevo régimen cambiario. Numerosos analistas sostienen que para firmar un nuevo acuerdo con el FMI es requisito previo levantar los controles de capital. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el acuerdo esboce un nuevo marco cambiario, aunque su implementación se deje para después de las elecciones.

Actividad económica e inflación

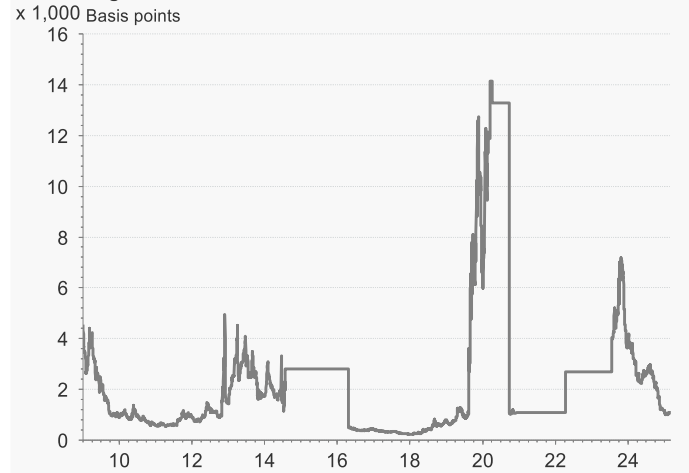
El IPC general aumentó en el mes un +2,2%, menos de lo que esperaba el mercado (consenso BCRA-REM: +2,3%). El dato interanual se desaceleró hasta +84,5%, su nivel más bajo desde septiembre de 2022. La desaceleración respecto a diciembre se explica en gran medida por la inflación subyacente, que cayó en el mes de +3,2% a +2,4%. Los precios regulados también se ralentizaron, elevándose un +2,6% (frente al +3,4% de diciembre), mientras que los estacionales repuntaron ligeramente al aumentar un 0,4% (tras haber descendido un 1,4% en diciembre). Una tendencia clave en la dinámica de los precios es el mayor encarecimiento de los servicios (+3,8%) que de los bienes (+1,5%), siendo los servicios no regulados la categoría que más sube. Hasta ahora el Gobierno se ha centrado en reducir la inflación de los bienes comercializables mediante su política de tipos de cambio. Sin embargo, controlar la inflación de los bienes no comercializables requerirá un conjunto más amplio de políticas, en particular para intentar que los acuerdos salariales se ajusten a los objetivos de inflación. En respuesta a la ralentización de la inflación, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) redujo su tipo de política monetaria del 32% al 29%. Los últimos datos confirman que la recesión ha terminado y apuntan a que de hecho fue menos intensa de lo temido inicialmente. De cara al futuro, la recuperación económica debería seguir apoyándose en los mayores salarios y pensiones reales debido a la menor inflación, en el aumento del gasto de inversión en activo fijo y en el firme crecimiento de las exportaciones.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

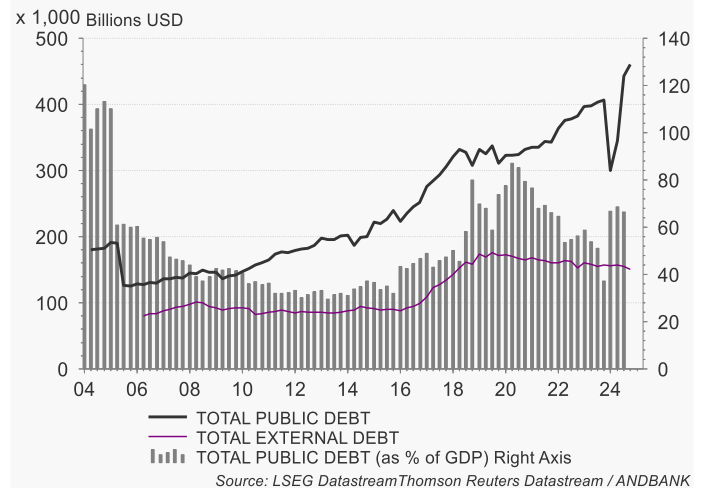
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1.600)

Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





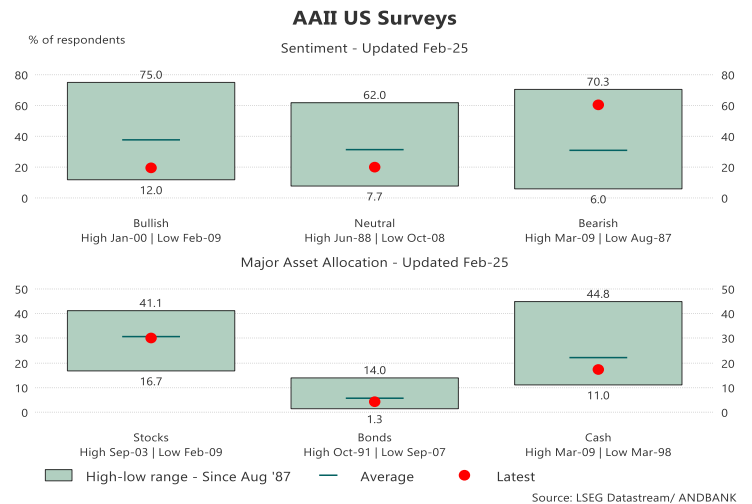
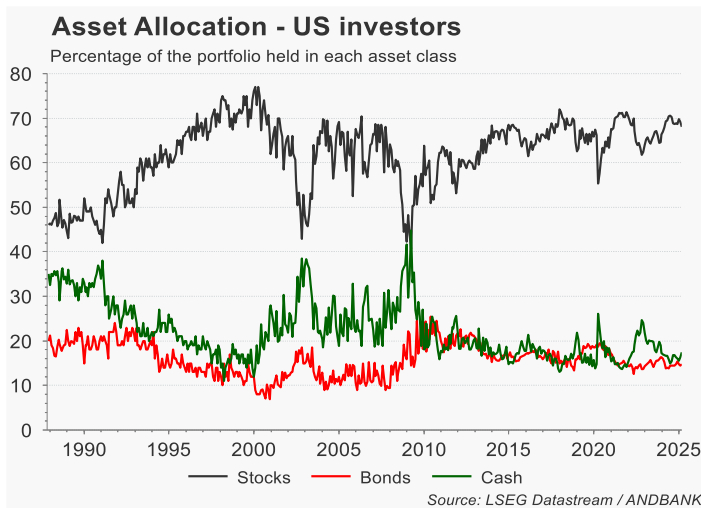
RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Comitee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	264,0	11,9%	24,59	21,98	4,55%	0,32%	2,00%	24,76	5.802	6.537	12,7%	MW-OW	7.191
Europe - Stoxx Europe 600	38,8	8,6%	15,62	14,38	6,95%	4,20%	5,00%	14,59	558	566	1,5%	MW	623
Spain IBEX 35	1.074,0	3,5%	12,78	12,35	8,10%	4,66%	5,70%	11,50	13.265	12.351	-6,9%	UW	13.586
Mexico IPC GRAL	4.841	12,9%	12,23	10,84	9,23%	-0,34%	-0,90%	13,00	52.457	62.933	20,0%	MW-OW	69.226
Brazil BOVESPA	16.500	13,5%	8,44	7,44	13,44%	-1,88%	-1,10%	8,00	122.799	132.000	7,5%	UW	145.200
Japan TOPIX	186,0	8,8%	15,90	14,61	6,84%	5,40%	4,00%	15,93	2.718	2.962	9,0%	OW	3.259
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	13,37	14,18	7,05%	0,21%	4,80%	12,81	3.503	3.163	-9,7%	UW	3.479
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	20,43	21,69	4,61%	-2,23%	1,25%	21,00	2.054	1.989	-3,2%	UW	2.188
India SENSEX	4.052	15,3%	20,98	18,20	5,50%	-1,22%	-2,00%	22,00	73.730	89.144	20,9%	OW	98.058
Vietnam VN Index	126,4	19,6%	12,35	10,32	9,69%			12,00	1.305	1.517	16,3%	OW	1.668
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	13,99	12,17	8,22%			14,00	601	692	15,1%	OW	761

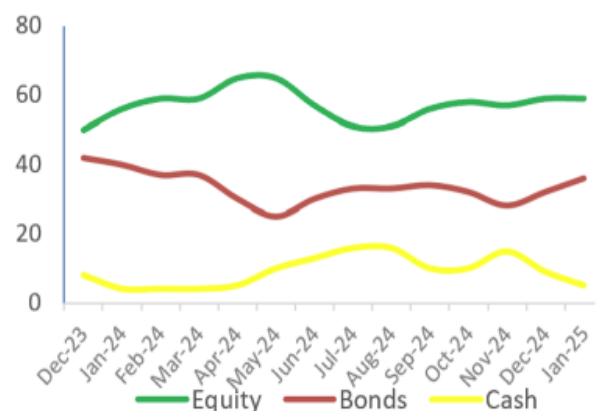
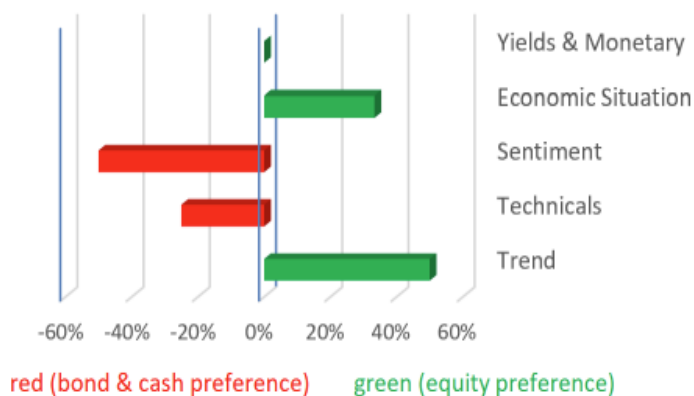
ANDBANK ESTIMATES

Indicadores de posicionamiento en el mercado y análisis histórico de episodios de tensión



Indicadores Ned Davis: Análisis de la orientación de los mercados a corto plazo

Equity vs. Bonds Relative Strength by Betalping 5 Indicators





RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2024 Earnings Dashboard

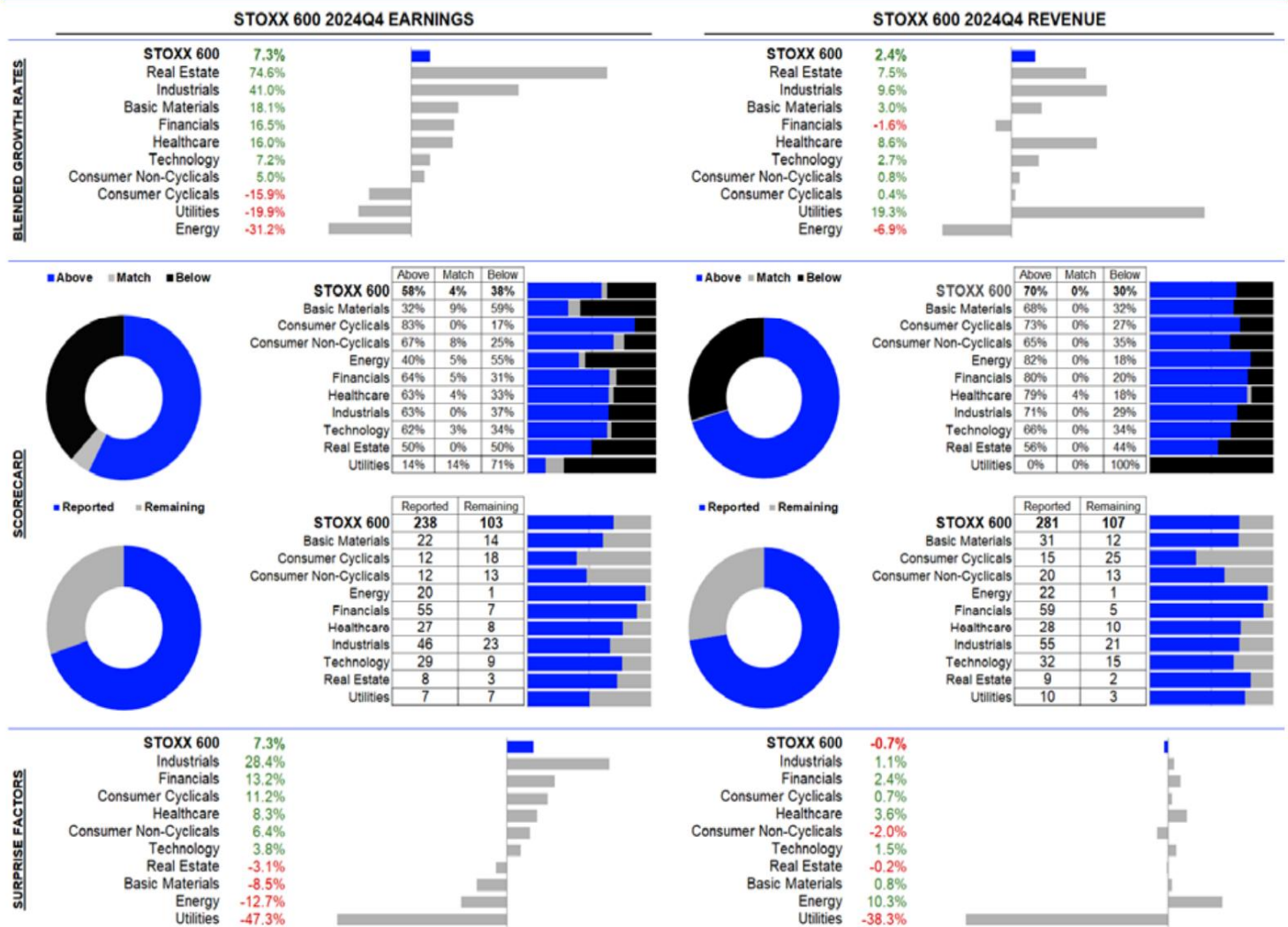
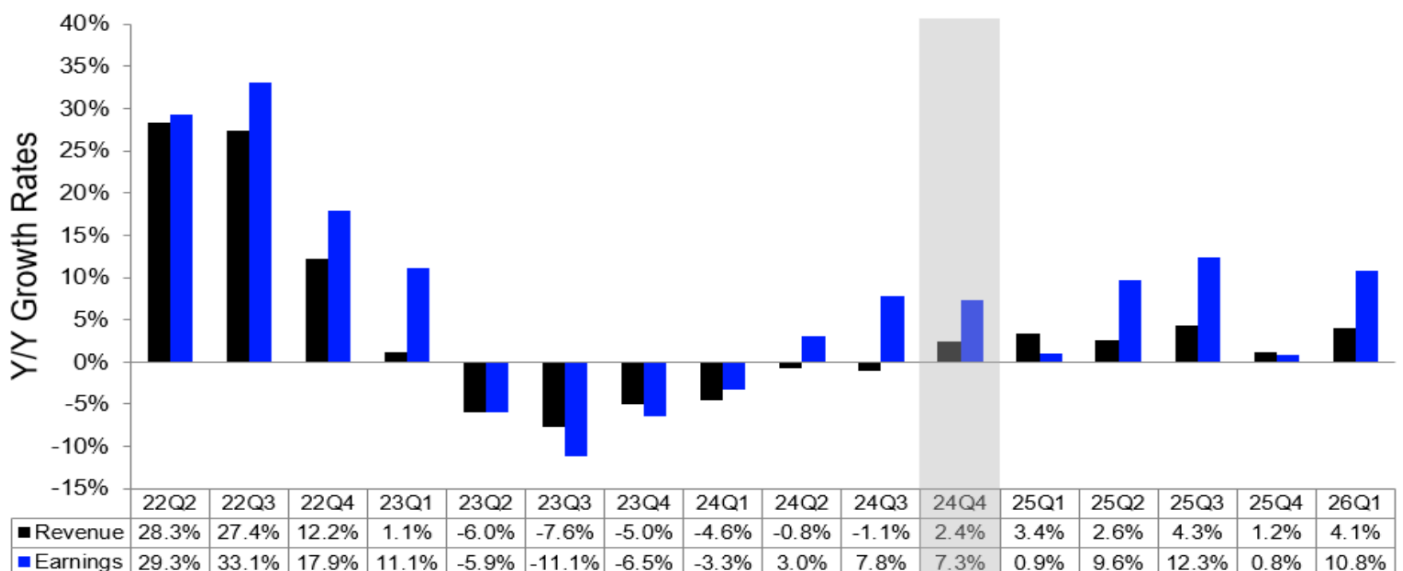


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates

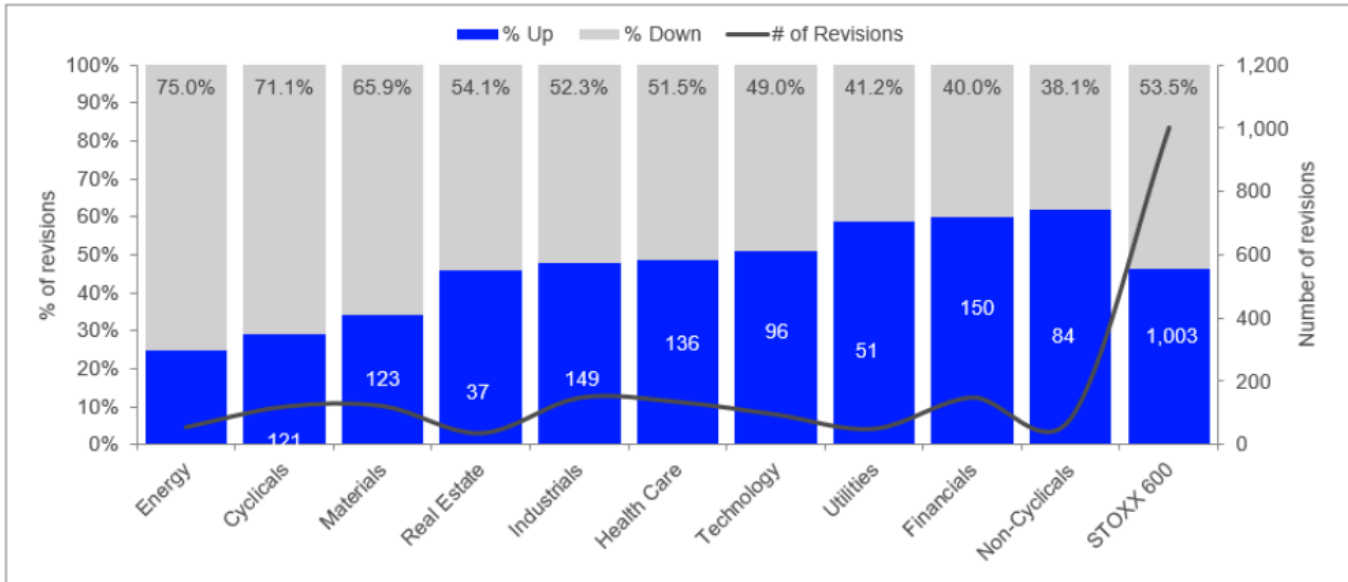




ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

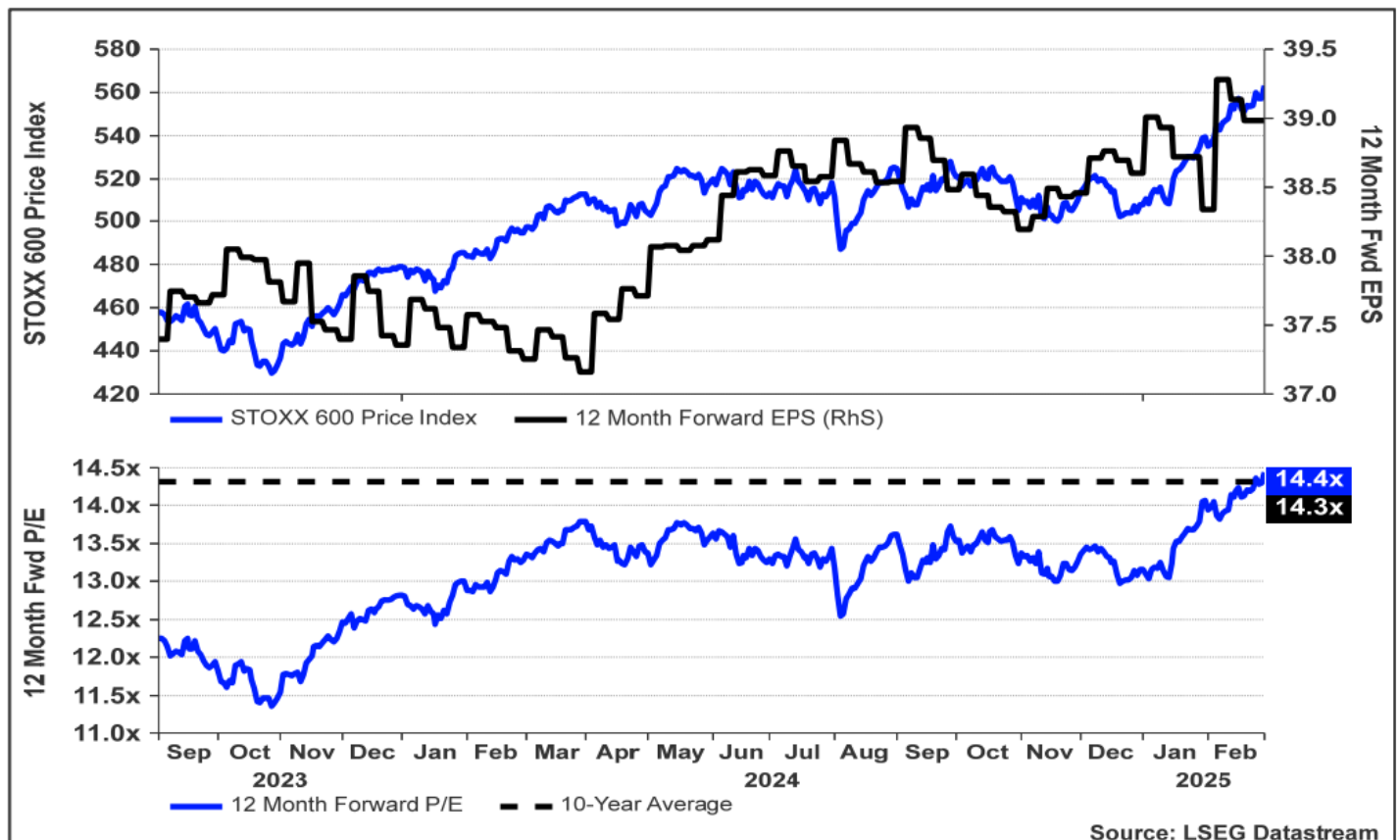
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream

Source: LSEG Datastream



RENDA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS

EARNINGS DASHBOARD

Exhibit 1. 2024Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

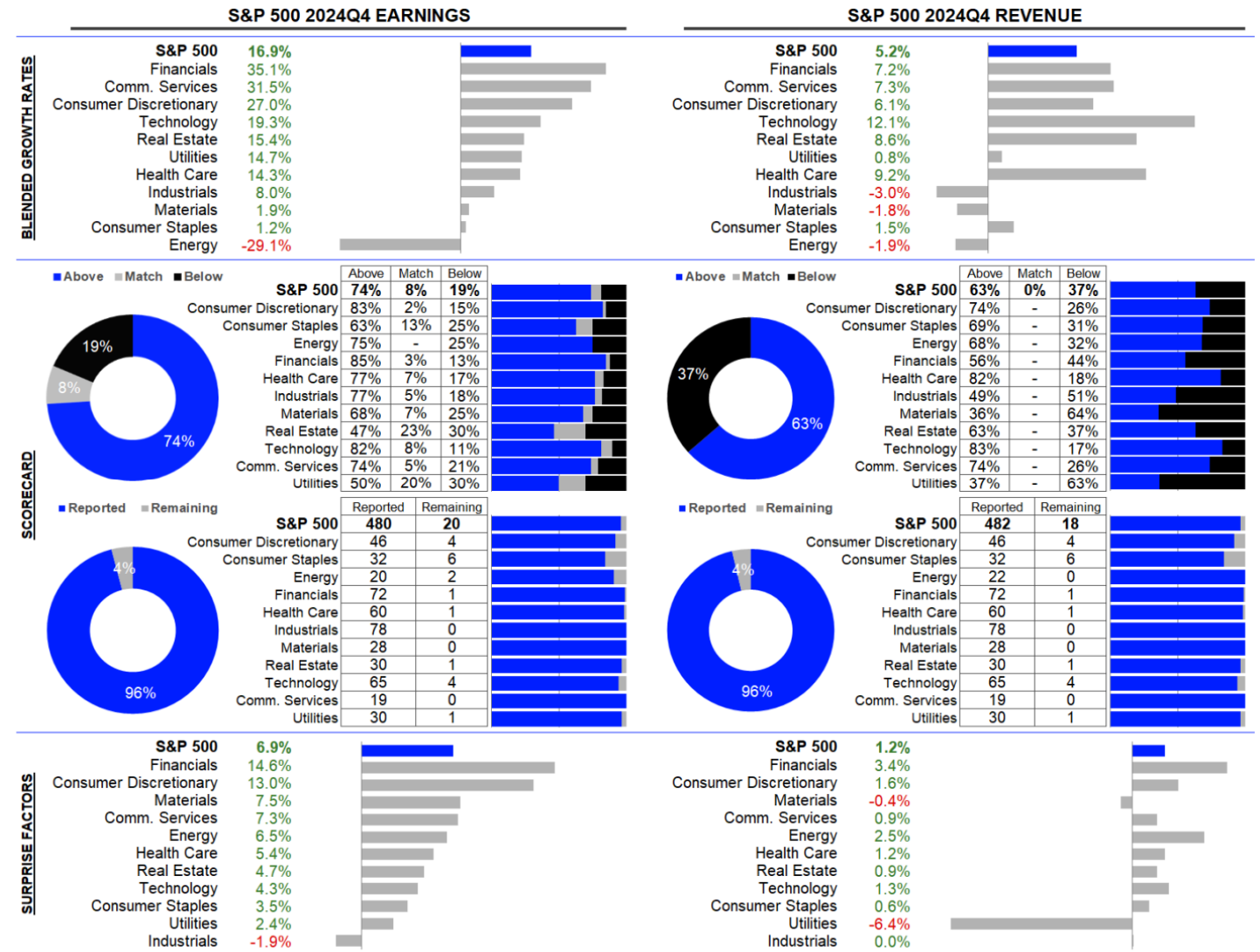
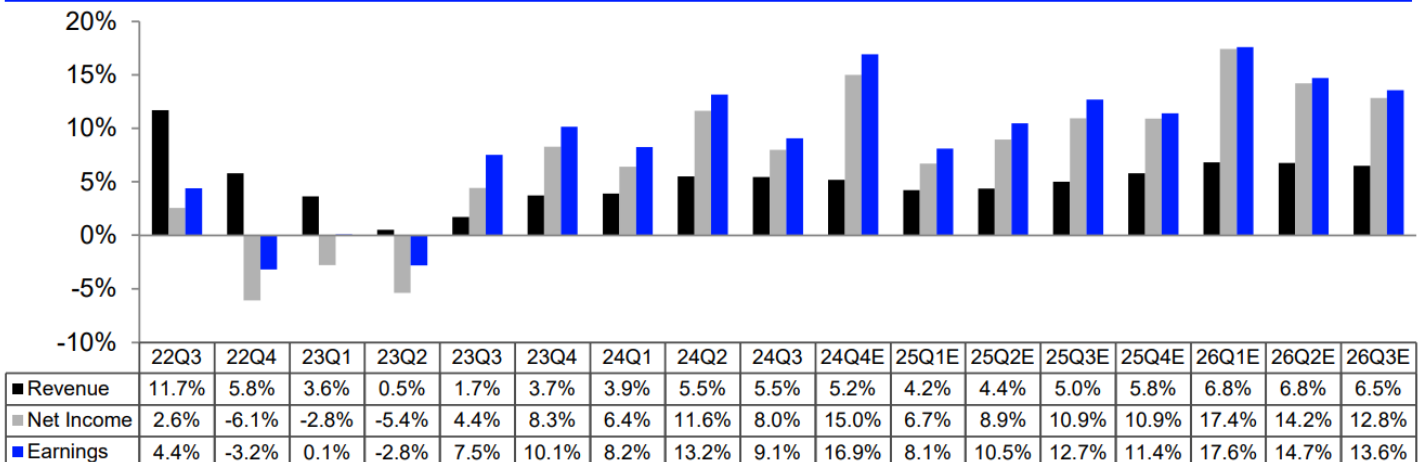


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 65-80 USD/barril

Comprar por debajo de 65 USD; vender por encima de 80 USD.

(Factor bajista) – La OPEP+ no se plantea retrasar el aumento en el suministro de petróleo previsto para abril. Según la agencia de noticias estatal rusa RIA, el viceprimer ministro ruso Alexander Novak manifestó que los productores de la OPEP+ no valoraban posponer los incrementos mensuales de la oferta de crudo que estaban previstos a partir de abril. Los últimos comentarios de Novak indicaban que la alianza no cambiaría de opinión sobre la serie de recortes de producción en curso que ya estaban acordados.

(Factor bajista) – EE.UU. marcará otro año récord de producción de petróleo, según la Agencia de Información Energética estadounidense (EIA). La EIA revisó al alza su previsión de producción nacional de crudo en 2025 desde una media de 13,55 millones de barriles por día (Mbpd) a 13,59 Mbpd, al tiempo que mantuvo la de consumo de petróleo y combustibles líquidos en 20,5 Mbpd. El presidente Donald Trump ha prometido maximizar la producción de petróleo estadounidense, pese a que los ejecutivos del sector energético insisten en priorizar la disciplina del capital. La cotización del crudo Brent podría rondar este año los 74 USD/barril, para caer en 2026 a unos 66 USD/barril. Según la EIA, los incrementos graduales en la producción irían acompañados de un crecimiento relativamente débil de la demanda mundial.

(Factor bajista) – Tras dos años de disputas, las exportaciones de petróleo desde el Kurdistán se reanudarán la próxima semana. Tras mejorar los lazos entre Bagdad y Erbil y haberse puesto fin a una disputa que duraba casi dos años, las exportaciones desde la región semiautónoma del Kurdistán se reanudarán a finales de febrero, lo que aumentaría la oferta de petróleo y podría lastrar su precio. La exportación de crudo del Kurdistán iraquí está paralizada desde 2023 por disputas entre la región, Turquía y el gobierno de Bagdad sobre la explotación de los recursos y la administración y distribución de los ingresos. El acuerdo recién alcanzado permitirá a la región aportar unos 450.000 bpd. Por su parte, la OPEP+ empezará a suavizar los recortes de producción a partir de abril.

(Factor bajista) – Reunión en Riad de las delegaciones diplomáticas de EE.UU. y Rusia para tratar el acuerdo de paz con Ucrania. Un eventual acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania podría también incrementar el suministro.

(Factor bajista) – Evasión de sanciones: terminales privadas chinas reciben suministros de petroleros sancionados por EE.UU. Las entregas de crudo ruso a refinerías independientes de China se mantuvieron estables en enero a pesar de haber ampliado EE.UU. las sanciones y de que el Grupo Portuario de Shandong prohibiera el acceso a buques sancionados, según datos del 17 de febrero de Platts (parte de S&P Global Commodity Insights). La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) señaló en su último informe mensual que el mercado del petróleo mostraba una notable adaptabilidad ante la ampliación de sanciones a Moscú, ya que, a pesar de las sanciones impuestas el 10 de enero, la producción rusa de crudo se incrementó el mes pasado.

(Factor bajista) – India ha acordado aumentar las importaciones de petróleo y gas procedentes de EE.UU. en un esfuerzo por evitar aranceles. EE.UU., actualmente el quinto proveedor de crudo de la India, puede convertirse en una opción de importación costosa para las refinerías indias debido a unos mayores costes de desembarco que los proveedores tradicionales de Asia Central o Rusia, que ofrecen importantes descuentos, señala Bloomberg. Aumentar las importaciones de crudo de EE.UU. es posible y ya se hizo en el pasado, cuando existía coincidencia de intereses. Abastecerse de GNL estadounidense no plantearía problema, pero importar crudo WTI es otra historia. En el caso del crudo, los plazos de suministro desde Oriente Medio son de 6-7 días, frente a 40-45 días desde Texas. En el caso del gas sus volúmenes podrían incrementarse con más rapidez y sin penalización en costes, ya que los precios del gas del Henry Hub incorporan descuentos frente a los de otras fuentes.

(Factor bajista) – Crecen las inversiones noruegas. Según Reuters, el gobierno noruego prevé que en 2025 las inversiones en petróleo y gas superarán el récord del año pasado como consecuencia de los planes para invertir más en campos productores, nuevos desarrollos e instalaciones en tierra.

(Factor alcista) – India destacará por su demanda de productos petroquímicos en 2025. Según los ejecutivos del sector reunidos en la Semana de la Energía de la India, este país seguirá destacándose en demanda de productos petroquímicos, aun cuando el consumo mundial vaya a la zaga de la oferta, gracias a la creciente demanda de componentes para vehículos eléctricos, paneles solares, electrodomésticos y una fuerte demanda local en sectores como el del propileno.

(Factor neutral) – El informe mensual de la AIE vuelve a recortar su previsión de superávit mundial de petróleo para 2025, elevando la previsión de consumo y reduciendo la de oferta. «De hecho, con datos de 2024 casi definitivos, nuestros balances del mercado de petróleo muestran que la oferta total de petróleo coincidió con la demanda mundial de petróleo el año pasado (102,9 Mbpd)».

Factores a largo plazo

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

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

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



METALES PRECIOSOS – ORO

Perspectiva fundamental (XAU). Banda objetivo: 2.200-2.400 USD/onza

Comprar por debajo de 2.200 USD; vender por encima de 2.400 USD.

Factores positivos para el oro

Dinámica de las Reservas Extranjeras del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2024): Entre 2015 y 2024, la composición de las reservas internacionales de China ha experimentado un cambio significativo. Las reservas extranjeras excluyendo el oro se redujeron de 4,0 billones de dólares a 3,256 billones de dólares, lo que representa una disminución neta de 744,000 millones de dólares. Esto sugiere salidas de capital, intervenciones en los mercados de divisas o reasignaciones estratégicas de activos de reserva. Reservas de oro: Aumentaron de 34 millones de onzas a 73 millones de onzas, lo que supone una adición neta de 40 millones de onzas. A un precio medio de adquisición de 1.800 dólares por onza, esto se traduce en una inversión aproximada de 72.000 millones de dólares. Esta estrategia ha sido el principal motor del alza en los precios del oro en los últimos años y se alinea con la estrategia más amplia del PBoC de reducir su apoyo al mercado de deuda estadounidense y, en consecuencia, al dólar como moneda de reserva. Sin embargo, este giro hacia el oro tiene un margen de expansión limitado, ya que ningún banco central debería concentrar cantidades excesivas en un activo ilíquido. En su lugar, las reservas deberían destinarse principalmente a los activos de deuda más líquidos y estables del mundo, que históricamente han sido los bonos del Tesoro de EE. UU. Apartarse de esta ortodoxia pone en riesgo las reservas, así como la capacidad del banco central para responder a las necesidades de los tenedores de reservas.

En el marco de los cuatro cuadrantes el mejor escenario para el oro sería aquel en el que se combinaran recesión y cierta inflación (estancamiento). Ahora bien, el escenario proyectado corresponde al cuadrante en el que coinciden expansión económica e inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, pero sin que la revalorización del metal áureo supere la de la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del Banco Popular de China 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.

Factores negativos para el oro

El oro acaba de perder uno de los factores que lo convertían en el mejor activo antifrágil: una menor oferta relativa. Al igual que los bonos del Tesoro de EE. UU., el oro es un activo antifrágil. Los inversores deben decidir cuál mantener como protección ante la inestabilidad del mercado, en función de cuál se espera que tenga un mejor desempeño en momentos de shock. Este comportamiento depende de su oferta relativa: el activo más escaso tenderá a superar al otro. Mientras la política de ajuste cuantitativo (QT) se mantuvo, con la Reserva Federal vendiendo bonos del Tesoro, y por lo tanto aumentando su oferta, el oro superó en rendimiento. Sin embargo, ahora que la Fed está ralentizando el QT y reduciendo la oferta de USTs, los bonos del Tesoro podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio. Para 2026-2027, cuando la Fed necesite deshacerse de más bonos, el oro podría volver a liderar. No obstante, una vez que el QT termine (posiblemente en 2028), la oferta de USTs volverá a ser limitada, favoreciendo a los bonos del Tesoro como activo refugio y relegando al oro a un desempeño inferior.

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,2647 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 2.300 USD/oz. Por consiguiente, en términos reales sigue superando con mucho su cotización media de los últimos 20 años de 1.324 USD/oz. Para que el oro rondase en términos reales su media histórica su precio nominal debería rondar los 1.674 USD/onza.

El oro frente a la plata. La ratio Oro/Plata se situó en 91,65, todavía por encima de su media de 20 años de 69,24 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 2.197 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 2,89x, superó su media de los últimos 20 años de 1,63x, 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 1.620 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 42,49x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 20,57x. Considerando una perspectiva a medio plazo para el petróleo WTI de 72,5 USD/barril (el valor medio de nuestra nueva horquilla de 65-80 USD/barril), y suponiendo que la función de utilidad de ambas materias primas permanece inalterada, el oro debería acercarse a 1.491 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

Los fuertes rendimientos negativos de los bonos han desaparecido. Durante los periodos 2010-2017 y 2020-2022 la desventaja del oro frente a los instrumentos de renta fija —el hecho de no pagar cupón— quedó neutralizada cuando numerosos títulos de deuda global «ofrecían» tipos nominales negativos, brindando argumentos de peso para comprar oro. Pero tal circunstancia ya no existe y la mayoría de los bonos del universo del USD ofrecen rentabilidades positivas, ganando atractivo frente a un activo que vuelve a sufrir la desventaja de no pagar cupón.

Pasemos a los cuatro riesgos identificados para el recorrido alcista del oro. El repunte del oro entre 1976 y 1980 terminó cuando las tasas de interés a corto plazo en EE. UU. fueron elevadas drásticamente para frenar la inflación, lo que provocó un fortalecimiento del dólar. La subida del oro entre 1985 y 1988 concluyó cuando Alemania se retiró del Acuerdo del Plaza y las tasas de interés en EE. UU. comenzaron a aumentar, impulsando nuevamente el dólar. Durante el período 2001-2011, en el que el precio del oro se disparó de 300 a 1.800 dólares por onza, las políticas de “guns & butter” de George W. Bush impulsaron a los mercados emergentes, que se convirtieron en nuevos compradores de oro. Este ciclo terminó en 2011, cuando el dólar comenzó a fortalecerse. Por tanto, las únicas amenazas reales para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) Aumento de las tasas nominales. 2) Subida de las tasas reales. 3) Un dólar más fuerte. 4) Pérdida de impulso por parte de los compradores de los mercados emergentes. ¿Cuán reales son estos riesgos para provocar un abrupto final en la subida del oro? Observando la historia y sabiendo que un mercado alcista del oro suele alimentarse de su propio impulso durante un tiempo prolongado y solo finaliza ante tasas nominales más altas, un dólar más fuerte o un aumento de las tasas reales, parece razonable lanzar una advertencia moderada: un giro a la baja del oro podría estar cerca.

- Riesgo n.º 1: Tipos nominales más altos (riesgo MEDIO). Los tipos de interés nominales altos, ahora un hecho, se mantendrán en positivo durante un tiempo.

- Riesgo n.º 2: Apreciación del USD (riesgo MEDIO). El saldo de la balanza por cuenta corriente de EE.UU. ha seguido mejorando gradualmente. Esto conduce a una escasez relativa de dólares y, en consecuencia, a un repunte del índice del dólar. Pensamos que la balanza por cuenta corriente estadounidense seguirá mejorando hacia su nivel medio histórico del -3% del PIB, un nivel que debería mantener el USD apuntalado y estable.

- Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO). Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que los países de la OCDE podrían experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Pero, ¿de qué manera ocurriría? Un resultado tan deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente de los precios de la energía o de los precios inmobiliarios. Hay pocas señales de que tales perturbaciones estén desarrollándose ahora mismo. Con esto en mente, un aumento de los tipos reales no parece constituir un riesgo inmediato.

- Riesgo n.º 4: Impulso (riesgo BAJO). Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía perdurable y el precio del oro ha exhibido cierta dinámica propia. Cabría una opinión optimista en el caso de que, pongamos, el mundo emergente recreara un ciclo favorable al oro como el experimentado en 2001-2011, ya que fue la nueva riqueza creada en mercados emergentes, cuya afinidad por el oro es fuerte, lo que impulsó al alza la cotización del metal precioso en ese período. Si, como está sucediendo ahora, esos mercados volviesen a prosperar, liderados por Asia, el oro podría resultar favorecido; pero, por el momento, no está claro que la riqueza generada en Asia pueda resurgir en el corto plazo.



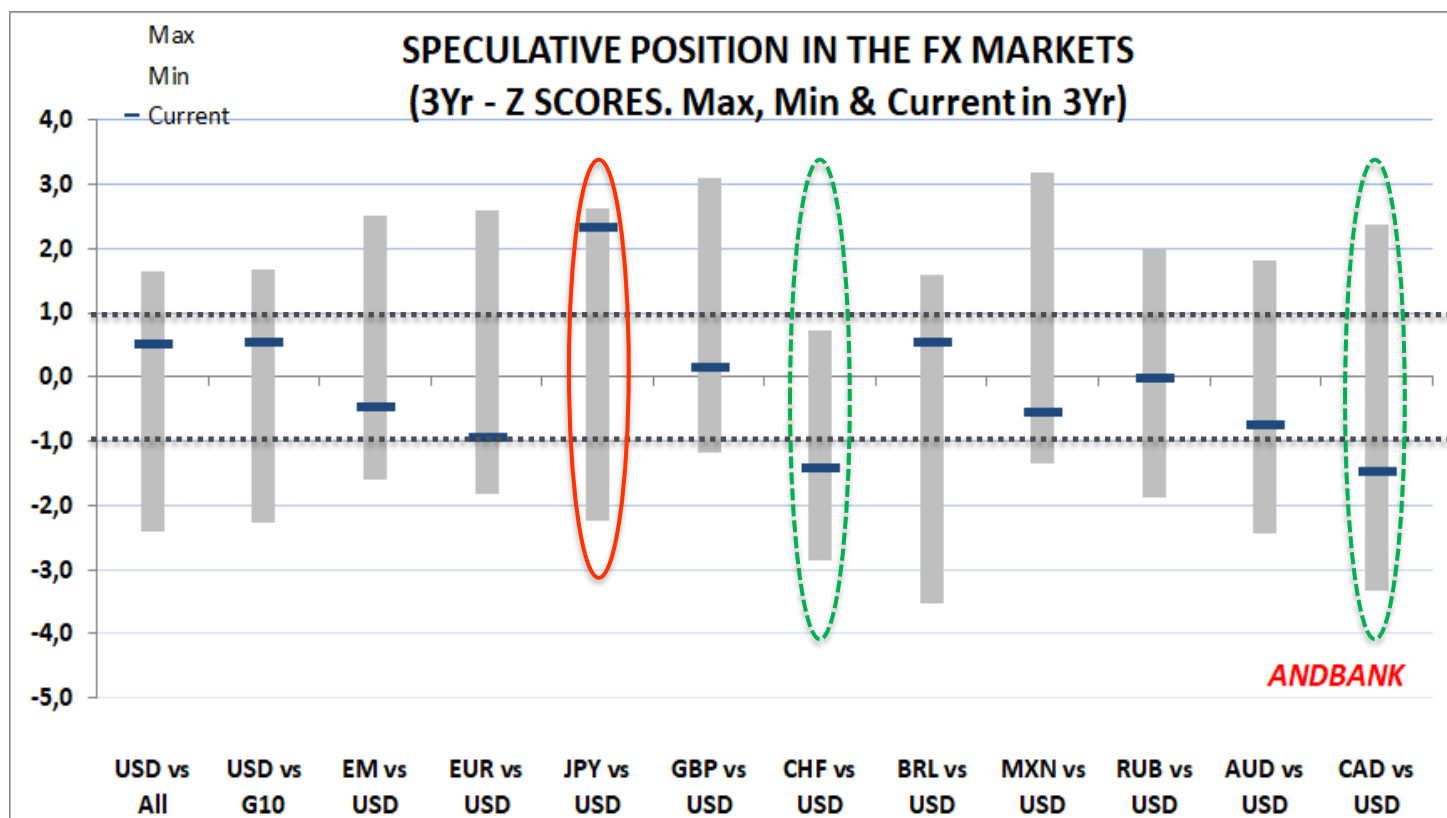
DIVISAS

TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	15,32	-19,01	35,2	-28,2	4,8	0,52
USD vs G10	16,06	-17,74	34,8	-25,4	5,8	0,54
EM	0,74	1,27	3,9	-0,8	1,4	-0,45
EUR	-3,34	5,34	23,4	-9,9	6,5	-0,93
JPY	8,05	8,13	8,1	-15,0	-6,1	2,34
GBP	0,35	2,04	8,9	-6,5	-0,2	0,16
CHF	-5,52	0,42	0,2	-6,0	-3,1	-1,39
BRL	0,04	0,70	0,7	-1,0	-0,2	0,56
MXN	0,70	0,58	3,3	-0,5	1,2	-0,54
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-2,89	1,60	6,1	-5,2	-0,5	-0,74
CAD	-9,64	0,62	6,1	-13,2	-2,0	-1,45

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



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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

<i>Asset Class</i>	<i>Indices</i>	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-3,2%	-1,8%	5.802	6.537	12,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	4,3%	10,5%	558	566	1,5%
	SPAIN - IBEX 35	8,7%	15,0%	13.265	12.351	-6,9%
	MEXICO - MXSE IPC	2,4%	7,4%	52.457	62.933	20,0%
	BRAZIL - BOVESPA	-2,5%	2,1%	122.799	132.000	7,5%
	JAPAN TOPIX	-0,1%	-2,4%	2.718	2.962	9,0%
	China SSE Comp. A share	2,8%	-1,9%	3.503	3.163	-9,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	7,5%	2,3%	2.054	1.989	-3,2%
	INDIA - SENSEX	-4,5%	-5,8%	73.730	89.144	20,9%
	VIETNAM - VN Index	4,1%	2,6%	1.305	1.517	16,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	2,4%	0,4%	601	692	15,1%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	2,9%	3,2%	4,23	4,75
UK 10 year Gilt		-1,2%	0,2%	4,68	4,50	6,1%
German 10 year BUND		-2,8%	-2,8%	2,76	2,40	5,6%
Japanese 10 year Govie		-1,5%	-2,6%	1,44	1,25	3,0%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-2,8%	-2,5%	3,43	3,15	5,7%
	Italy - 10yr Gov bond	-2,4%	-2,0%	3,84	3,65	5,4%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,8%	-3,0%	3,27	2,90	6,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	-2,8%	-2,8%	3,02	2,80	4,8%
	Greece - 10yr Gov bond	-2,5%	-2,1%	3,53	3,40	4,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,3%	0,7%	53,52	65	2,7%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,5%	1,6%	289,68	360	3,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,4%	0,9%	49,79	75	4,0%
	Credit USD HY - CDX HY	0,6%	1,3%	294,57	450	2,6%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	2,7%	18,1%	25,83	26,83	17,8%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	2,7%	15,11	25,00	-64,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	-0,8%	-0,1%	1,74	1,25	5,7%
	India - 10yr Gov bond (local)	0,2%	1,7%	6,71	6,25	10,4%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,7%	2,2%	2,69	2,50	4,2%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	2,2%	2,5%	6,84	5,75	15,6%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	0,8%	1,1%	2,66	2,75	2,0%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,2%	0,5%	1,59	2,50	-5,7%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,5%	0,9%	6,10	5,00	14,9%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,7%	1,1%	3,76	3,00	9,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,3%	0,9%	2,17	1,75	5,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,5%	3,02	4,00	-4,8%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	3,9%	8,9%	9,57	10,50	2,1%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	4,3%	4,1%	6,26	6,75	2,3%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-3,3%	1,1%	15,32	14,75	19,9%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,3%	5,0%	6,56	7,75	-2,9%
Commodities	Oil (WTI)	-8,5%	-7,0%	66,1	70,00	5,9%
	GOLD	1,9%	10,8%	2.919,0	2.400	-17,8%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	3,9%	3,3%	1,07	1,05	-2,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	3,3%	2,5%	1,29	1,29	0,2%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,6%	0,8%	0,84	0,81	-2,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	-2,4%	-1,7%	0,89	0,87	-2,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,4%	1,5%	0,95	0,91	-4,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	-4,0%	-5,3%	148,51	158,0	6,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,3%	-2,2%	159,64	165,9	3,9%
	USDMXN (price of 1 USD)	0,5%	-1,0%	20,42	21,00	2,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	4,1%	2,3%	21,95	22,05	0,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	1,4%	-4,7%	5,89	5,80	-1,4%
	EURBRL (price of 1 EUR)	5,3%	-1,6%	6,33	6,09	-3,7%
	USDARS (price of 1 USD)	1,0%	3,2%	1.063,25	1.000	-5,9%
	USDINR (price of 1 USD)	-0,1%	1,7%	86,89	86	-1,0%
	CNY (price of 1 USD)	0,0%	-0,7%	7,25	7,50	3,4%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



PRINCIPALES APORTACIONES

Página 22

**Together
Everyone
Achieves
More**



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



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



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



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



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



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



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



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



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

AVISO LEGAL

Página 23

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

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

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

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

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

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

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

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

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