

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa mensual de Andbank – Abril de 2025

Opinión Corporativa Abril de 2025

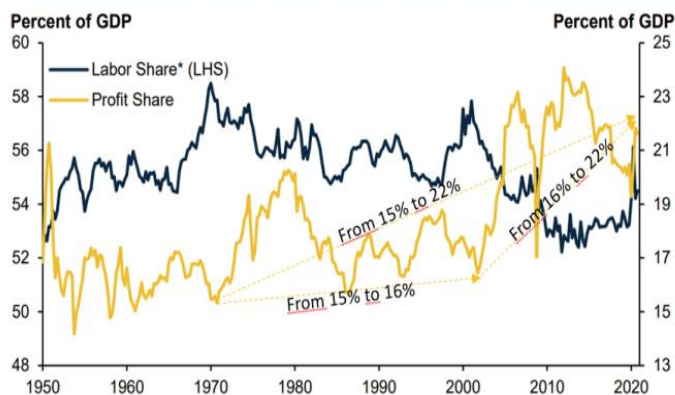


Alex Fusté
Chief Global Economist
+34 673 041 058
alex.fuste@andbank.com
@AlexfusteAlex

RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES

Shares of Corporate Profits and Labor in U.S GDP



Source: PGIM Fixed Income, Bureau of Economic Analysis, and Bureau of Labor Statistics.

*Compensation of employees. 13 15 17 19 21 23 25 48 50 52 54 56 58 60 1950 1960 1970 1980 1990 2000 2010 2020

En las últimas dos décadas, los beneficios corporativos han incrementado notablemente su participación en el PIB de Estados Unidos. Este fenómeno coincide con la expansión de internet, la digitalización masiva y la adopción generalizada de la computación en la nube. Estos factores dieron origen a una nueva forma empresarial: la *empresa plataforma*. Estas corporaciones son geográficamente dispersas y, en cierto modo, intocables: diseñan en Estados Unidos, fabrican en China, venden globalmente y tributan en Irlanda o los Países Bajos. Su ventaja competitiva reside en la posibilidad de ofrecer su producto (infraestructura y capacidad computacional) como servicio en la nube, lo que ha permitido una escalabilidad sin precedentes y, con ello, una expansión extraordinaria de sus beneficios. Eso ha provocado el gran salto de los beneficios corporativos como participación en el PIB. Pero como en economía no existen almuerzos gratis, ello implica necesariamente una menor participación relativa de los salarios. En este contexto, el auge del discurso *Make America Great Again* (MAGA) puede interpretarse como una demanda social de reequilibrio: que estas corporaciones devuelvan a los salarios parte del pastel que estos han perdido. ¿El mecanismo propuesto? Aranceles. Mediante la imposición de los mismos se busca desincentivar la deslocalización productiva, o lo que es lo mismo, fomentar la relocalización industrial en suelo estadounidense, aunque ello fomente asumir para estas empresas pagar salarios más elevados. ¿Es este el mejor modo de reequilibrar el reparto del PIB? No hay certezas. Pero, tal vez, sea preferible a la alternativa de imponer un nivel de impuestos del 80% sobre sus beneficios.



RENTA VARIABLE

Página 2

Index	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Committee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	24,76	5.612	6.537	16,5%	OW
Europe - Stoxx Europe 600	15,00	540	582	7,8%	MW
Spain IBEX 35	12,00	13.255	13.200	-0,4%	UW
Mexico IPC GRAL	13,00	52.484	62.400	18,9%	OW
Brazil BOVESPA	8,50	130.260	140.250	7,7%	UW
Japan TOPIX	15,93	2.662	2.962	11,3%	OW
China SSE Comp. A share	12,81	3.509	3.163	-9,9%	UW
China Shenzhen Comp	21,00	2.012	1.989	-1,2%	UW
India SENSEX	22,00	76.008	83.600	10,0%	OW
Vietnam VN Index	12,00	1.317	1.517	15,1%	OW
MSCI EM ASIA	14,00	603	692	14,8%	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	0,2%	4,3%	4,18	4,75	-0,4%
UK 10 year Gilt	-0,1%	0,7%	4,62	4,75	3,5%
German 10 year BUND	-1,3%	-1,9%	2,68	3,10	-0,7%
Japanese 10 year Govie	-0,6%	-3,0%	1,49	1,50	1,4%
Spain - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,2%	3,30	3,85	-1,1%
Italy - 10yr Gov bond	-1,6%	-1,2%	3,78	4,35	-0,8%
Portugal - 10yr Gov bond	-1,3%	-2,1%	3,18	3,60	-0,2%
Ireland - 10yr Gov bond	-1,4%	-2,0%	2,95	3,50	-1,5%
Greece - 10yr Gov bond	-1,3%	-1,5%	3,44	4,10	-1,8%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	-0,1%	0,5%	63,20	65	2,9%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	-0,8%	0,2%	326,41	360	4,6%
Credit USD IG - CDX IG	0,1%	0,9%	61,42	75	4,6%
Credit USD HY - CDX HY	-1,2%	0,1%	376,38	450	6,0%

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)	-40,8%	-25,2%	31,09	30,00	39,8%
Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	3,8%	15,11	25,00	-64,0%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-1,1%	1,85	1,25	6,7%
India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	3,1%	6,57	6,25	9,1%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,2%	2,7%	2,59	2,50	3,3%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	1,9%	6,95	5,75	16,5%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	1,5%	2,69	2,75	2,2%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,9%	1,56	2,50	-6,0%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,6%	1,6%	6,06	5,00	14,5%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	1,2%	3,77	3,00	9,9%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,3%	2,0%	2,05	1,75	4,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,2%	2,96	4,00	-5,3%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,6%	11,2%	9,34	10,00	4,0%
Mexico - 10yr Govie (USD)	0,4%	4,9%	6,27	6,75	2,4%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,5%	4,0%	15,09	14,75	17,8%
Brazil - 10yr Govie (USD)	0,4%	5,5%	6,60	7,50	-0,6%

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)	4,3%	-0,7%	71,3	70,00	-1,9%
GOLD	7,3%	17,6%	3.131,9	2.400	-23,4%
EURUSD (price of 1 EUR)	3,2%	4,5%	1,08	1,05	-3,0%
GBPUSD (price of 1 GBP)	1,9%	3,4%	1,29	1,29	-0,3%
EURGBP (price of 1 EUR)	1,3%	1,1%	0,84	0,81	-2,6%
USDCHF (price of 1 USD)	-1,7%	-2,8%	0,88	0,87	-1,3%
EURCHF (price of 1 EUR)	1,5%	1,6%	0,95	0,91	-4,3%
USDJPY (price of 1 USD)	0,1%	-4,8%	149,65	155,0	3,6%
EURJPY (price of 1 EUR)	3,3%	-0,5%	161,98	162,8	0,5%
USDMXN (price of 1 USD)	-1,0%	-1,6%	20,48	21,00	2,5%
EURMXN (price of 1 EUR)	2,3%	2,9%	22,17	22,05	-0,5%
USDBRL (price of 1 USD)	-3,1%	-7,7%	5,70	5,80	1,8%
EURBRL (price of 1 EUR)	0,0%	-3,6%	6,17	6,09	-1,3%
USDARS (price of 1 USD)	0,9%	4,2%	1.073	1.000	-6,8%
USDINR (price of 1 USD)	-2,0%	0,0%	85,53	86	0,5%
CNY (price of 1 USD)	-0,2%	-0,4%	7,27	7,50	3,2%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

Los inversores anticipan el peor escenario. Mantenemos el foco en los resultados de las negociaciones.

Mercado de renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

Aunque los inversores parecen estar haciendo *"front-running"* (anticipando un escenario comercial adverso), mantenemos aún una perspectiva constructiva basada en el importante volumen de *backlogs* publicados por las compañías en sus *guidance*. Si bien somos plenamente conscientes del elevado riesgo de volatilidad a corto plazo, seguimos viendo una tendencia general favorable en beneficios corporativos. Estos han superado las expectativas, con un crecimiento YoY del 13,5% y una sorpresa positiva en resultados del 6,5%, y la proyección para 2025 es de un crecimiento de doble dígito. La inflación se ha moderado y el mercado laboral sigue mostrando fortaleza, respaldando un trasfondo económico resistente mientras esperamos el desenlace de las negociaciones en curso.

Factores alcistas para la renta variable

Actividad económica (positivo). El crecimiento anualizado del Producto Interior Bruto (PIB) de EE.UU. en el cuarto trimestre de 2024 fue del 2,3% en términos reales, lo que supone una desaceleración respecto al 3,1% del tercer trimestre. La previsión de crecimiento del consenso para 2025 es del 2,2%, inferior al 2,8% de 2024, lo que se explica por el previsible impacto de las mayores barreras comerciales, y de la incertidumbre de las políticas, sobre los gastos de inversión y consumo.

Política monetaria (positivo pero como fuente de volatilidad potencial). La Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés en el rango del 4,25%-4,50%, en línea con lo que ya esperaba el mercado. La Fed revisó a la baja, del 2,1% al 1,7%, la previsión de crecimiento para 2025, al tiempo que elevó la de inflación al 2,7%. Ambos ajustes reflejaron la inquietud que suscitan las políticas arancelarias del nuevo gobierno.

Mercado laboral (positivo). El mercado de trabajo registró en el mes de febrero un modesto crecimiento al haberse creado 151.000 puestos de trabajo, una cifra ligeramente inferior a la esperada por los economistas (170.000 empleos). Con ello, la tasa de desempleo aumentó levemente al 4,1%. El aumento del salario medio por hora fue del 4% interanual, en línea con lo visto en los últimos meses.

Beneficios empresariales en 2025 (positivo). Los resultados del último trimestre de 2024 mostraron un fuerte crecimiento del beneficio por acción (BPA) medio, si bien, y como ya sucediera en trimestres anteriores, algunas empresas anunciaron previsiones más débiles para 2025. Mantenemos el nivel de cotización objetivo del S&P 500 en el área de los 6,500, bien que adoptando una perspectiva prudente en el corto plazo.

Precios (positivo). El índice general de precios al consumo (IPC) dio señales de moderación al haberse elevado en el mes 0,2 pp, frente a los 0,5 pp de enero. En términos interanuales, el dato del IPC general aumentó al 2,8%, ligeramente por debajo del 3% de enero, mientras que el subyacente lo hizo al 3,1% interanual. La vivienda se encareció 0,3 pp, alimentos 0,2 pp y energía 0,2 pp. Esta moderación apunta a que las presiones sobre los precios están estabilizándose.

Factores bajistas para la renta variable

Niveles de valoración. La relación precio/beneficios (PER) media del mercado de renta variable estadounidense disminuyó ligeramente el mes pasado, sin embargo, esta métrica (del PE con los beneficios de los últimos 12 meses) se mantiene todavía por encima de su promedio de 20 años (25 actual vs 18 promedio).

Panorama sectorial. Los sectores de renta variable estadounidense registraron resultados dispares, liderando los sectores defensivos y aquellos sensibles a la evolución de tipos de interés (energía, bienes de consumo básico e inmobiliario), mientras los de consumo discrecional y tecnología, que suelen ser más sensibles al momento del ciclo económico, registraron comportamientos más pobres. Las tendencias sectoriales reflejaron una menor confianza generalizada de los agentes del mercado, con los inversores optando por sectores defensivos.

Mercado de deuda

Deuda pública. El rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. con vencimiento a 10 años, tras haber rondado el 4,8% en enero, disminuyó en febrero al 4,25% al temer los mercados una posible recesión y suscitar inquietud la política fiscal, para repuntar en marzo ligeramente al 4,31%. Se mantiene un nivel de tipos superior a 4,75% como umbral para empezar a elevar la exposición a *duración* en renta fija.

Deuda corporativa. Seguimos estableciendo diferenciales objetivo para los bonos con categoría de inversión (IG) y alto rendimiento (HY) en, respectivamente, 75 y 450 pb. Dado que su nivel ha superado los 50 pb (IG) y 350 pb (HY) se justifica que mantengamos una postura de prudencia ante su eventual ampliación.

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): SOBREPONDERAR (diferencial objetivo: 75 pb)

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

Tipo de cambio (Índice DXY): SOBREPONDERAR

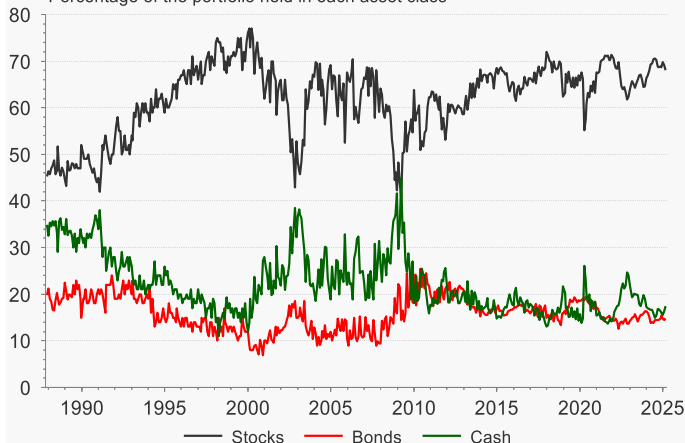
US price-to-earning ratio
S&P 500



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



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

Cambios políticos alentadores a corto plazo en pleno debate sobre la imposición de aranceles

Factores macroeconómicos y políticos

Factores macroeconómicos alcistas. 1) Las previsiones de PIB para 2026 se están revisando al alza (del 0,8% al 1,2% interanual), impulsadas por el esperado repunte de la inversión, en particular en Alemania; 2) las expectativas de recorte de tipos se mantienen, aunque las próximas reuniones del BCE podrían ser más disputadas; 3) la inflación del sector servicios podría estar empezando a remitir ante los datos de menor crecimiento salarial, al tiempo que el abaratamiento de la energía podría brindar un alivio adicional.

Factores macroeconómicos bajistas. 1) Se cierne el riesgo de imposición de mayores aranceles por EE.UU. (ya sean sectoriales, recíprocos o temporales), con un 3% del PIB alemán en riesgo, especialmente en el sector automovilístico, mientras que ya se han impuesto aranceles del 25% sobre el acero y el aluminio; 2) el consumo no logra cobrar impulso pese a factores positivos como el aumento de la renta real (3%-3,5% estimado para 2025), sólidos niveles de empleo y elevada tasa de ahorro (15%, por encima de la media del 12,3% de 2015-2019).

Factores políticos alcistas. 1) Nuevo gobierno alemán con Los Verdes allana el camino para la aprobación de un importante paquete financiero de 500.000 millones de EUR, destinado a un fondo de infraestructuras para los próximos 12 años y a un mayor gasto militar por encima del 1% del PIB, exento del límite de deuda; 2) voluntad política en la UE para elevar el gasto nacional en defensa al 1,5% del PIB (800.000 millones de EUR) para compensar el insuficiente cumplimiento de compromisos con la OTAN; 3) las perspectivas actuales de un acuerdo de paz en Ucrania mejoran la confianza por la previsible reducción de los costes energéticos, sin dejar de persistir incertidumbres sobre el papel que tendrá la UE en las negociaciones; 4) el reciente aumento del apoyo a Macron minorra el riesgo de tener que abordar una nueva ronda de comicios electorales.

Factores políticos bajistas. 1) Los principales retos son avanzar en la agenda de la UE, incluida la Unión de los Mercados de Capitales, y abordar las complejidades de acometer un mayor gasto militar; 2) existe una considerable incertidumbre sobre las intenciones de Trump, el futuro de las relaciones UE-EE.UU. y el papel de este último en la OTAN.

Mercados financieros: deuda pública, deuda corporativa y renta variable

Deuda pública

Factores alcistas. 1) Todavía existe cierto margen para una mayor relajación monetaria, dado que el impulso fiscal no se materializará de inmediato, y la inflación puede mantener su holgura, estimándose que el tipo de la facilidad de depósito acabará rondando el 2%.

Factores bajistas. 1) La mayor oferta de valores de deuda impulsada por la expansión fiscal de Alemania y para financiar gasto militar en otros países (especialmente a partir de 2026) representa un cambio notable, que exigirá mayores primas por plazo; 2) la política «significativamente menos restrictiva» del BCE sugiere que el tipo natural puede estar acercándose a 1,75-2,25%, frente a los actuales niveles del tipo de depósito del 2,5%.

Deuda corporativa

Factores alcistas. 1) El impulso fiscal de Alemania sigue siendo decisivo; 2) las métricas crediticias, pese a cierto deterioro, se mantienen bien; 3) las tasas de impago continúan disminuyendo; 4) el carry positivo en todos los ratings mitigaría una eventual ampliación de diferenciales; 5) la mayor oferta está encontrando hasta ahora demanda suficiente.

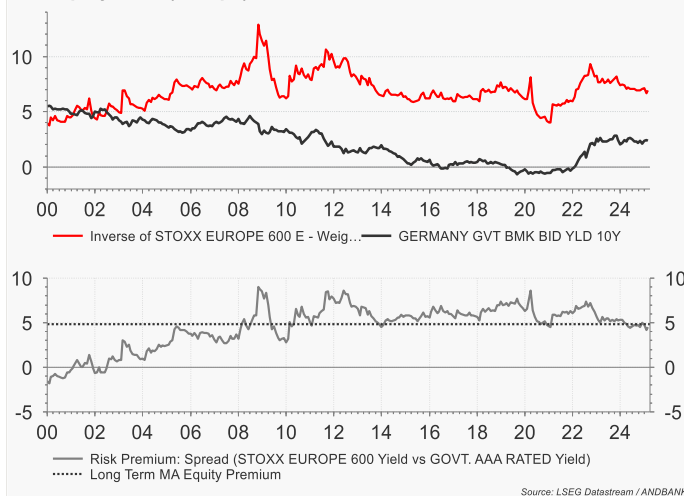
Factores bajistas. 1) Los niveles de valoración parecen exigentes, con diferenciales de crédito inferiores a sus medias históricas; 2) las tasas de impago en el segmento de alto rendimiento (HY) han experimentado un leve repunte; 3) los aranceles podrían perjudicar a sectores (automoción, farmacia) y países expuestos a ellos como Alemania.

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 expuestos a aranceles.

Renta variable: perspectiva entre neutral y optimista

Los factores fundamentales para sostener el impulso de la renta variable europea son en la actualidad el paquete de medidas de estímulo de Alemania y la posible resolución del conflicto entre Ucrania y Rusia. Si bien el camino conducente a un acuerdo de paz sigue siendo arduo, la probabilidad de que el conflicto se resuelva sigue aumentando.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



Los sectores de materiales, las industrias intensivas en energía (como la química) y las orientadas al consumo han ido rezagadas en los últimos años debido al encarecimiento de la energía y al menor poder adquisitivo de los hogares. Estos sectores son los que más se beneficiarían del paquete de estímulo de Alemania y de la eventual resolución del conflicto entre Ucrania y Rusia (siempre que conllevara un abaratamiento de la energía). Estos acontecimientos también reforzarían la confianza en los valores de pequeña y mediana capitalización europeos, que actualmente cotizan con un descuento histórico respecto a sus homólogos de gran capitalización. Por su parte, el aumento en los rendimientos de los bonos ha sostenido al sector financiero, pero en el caso de los bonos de la zona euro su capacidad de seguir aumentando parece limitada.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- P. centrales: NEUTRAL-INFRA (Bund, rend. obj.: 3-3,25%)

- Periferia: INFRA: (IT 4,35%; ES 3,85%; PT 3,6%; IR 3,5%; GR 4,1%)

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

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

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

ESPAÑA

Optimismo prudente en un contexto de incertidumbre

Perspectivas macroeconómicas y políticas

Los buenos datos de crecimiento de la economía española en el tramo final de 2024 han llevado a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2025. Sin embargo, la mayor probabilidad de tensiones arancelarias entre EE. UU. y la UE invita a la cautela. Las autoridades esperan ahora que la economía crezca un 2,7% en 2025, por encima del 2,5% previsto anteriormente, aunque ligeramente por debajo de lo que podría haber sido sin este factor de incertidumbre.

La actividad del sector servicios español se aceleró significativamente en febrero a pesar de la incertidumbre macroeconómica y geopolítica. Según datos de S&P Global, el índice PMI subió a 56,2 puntos desde los 54,9 de enero. Por su parte, el PMI manufacturero español cayó a terreno de contracción por primera vez en 13 meses, bajando a 49,7 puntos desde los 50,9 de enero. Sin embargo, el PMI compuesto del sector privado en su conjunto mejoró hasta 55,1 puntos desde los 54,0 del mes anterior, lo que indica un mayor crecimiento de la actividad empresarial.

Las cifras de desempleo bajaron en 5.994 en febrero, situando el número total de parados en 2.593.449, un mínimo histórico de los últimos 17 años para este periodo. Además, se crearon 100.340 nuevos empleos, la mayoría en el sector educativo, el segundo mayor aumento para este periodo desde 2007. El número total de afiliados a la Seguridad Social alcanzó una media de 21.196.154, la más elevada la índice cotiza registrada en este mes, según los datos publicados por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

La balanza por cuenta corriente, que mide los ingresos y pagos al exterior por bienes, servicios, rentas y transferencias, registró un superávit de 48.400 millones de euros en 2024, un 21,6% más que los 39.800 millones del año anterior, impulsado por el buen comportamiento de los bienes y servicios, según el Banco de España. La mejora de la balanza por cuenta en 2024 se debió en gran medida al aumento de los ingresos del sector de turismo y viajes, ya que el déficit de ingresos primarios y secundarios se amplió.

El IPC, principal indicador de la inflación, subió 0,1 puntos porcentuales en febrero con respecto a enero, situándose en el +3% interanual, según los datos preliminares del Instituto Nacional de Estadística (INE). Se trata de la cifra más elevada desde el pasado mes de junio, cuando se situó en el 3,4%, y representa el cuarto mes consecutivo de subida. La inflación subyacente, que excluye los precios más volátiles de la energía y los alimentos frescos y es clave para la política monetaria, mantuvo su tendencia a la baja y se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 2,1%, con lo que se acercó al objetivo del Banco Central Europeo (BCE).

La concesión de hipotecas para la compra de vivienda aumentó un 11,2% en 2024, la mayor tasa de crecimiento anual desde 2021, con un total de 423.761 préstamos, según datos del INE. Tras desplomarse un 17,9% en 2023, hasta situarse en torno a los 381.000 préstamos, el número de hipotecas sobre viviendas repuntó en 2024, superando de nuevo los 400.000, tal como se observó en 2022 y 2021. No obstante, el número total de hipotecas sobre viviendas en 2024 se mantuvo por debajo del máximo de 2022, cuando se registraron más de 464.000 préstamos. En enero de 2025, las ventas de viviendas crecieron un +8,8% interanual, mientras que las aprobaciones de hipotecas aumentaron un 9,4%.

Mercado de valores

Continúa el dinamismo positivo en el mercado europeo de renta variable, con una revalorización del IBEX 35 del 15% en los dos primeros meses de 2025. Aunque se espera cierta ralentización de la actividad, junto con una tendencia a la baja de los tipos de interés, los bancos se han erigido como los principales catalizadores del mercado a principios de año.

Las expectativas de beneficios no han cambiado significativamente, lo que significa que gran parte de la rentabilidad del mercado español en esta primera parte del año se ha visto impulsada por la expansión de los múltiplos. Con un BPA previsto para 2025 de 1,098, la índice cotiza a un PER LTM de 12,8. En vista de la ausencia de revisiones sustanciales de las previsiones de beneficios para 2025, la expansión de los múltiplos sería ahora el principal catalizador para un repunte adicional del mercado. Algo que le resta atractivo.

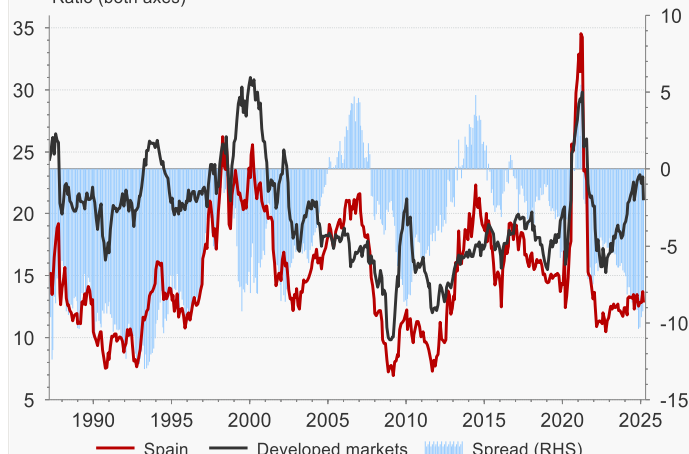
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable - Ibex español: INFRAPONDERAR

Bonos: Deuda pública INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo a 10 años de 3,85%)

Spain price-to-earnings ratio

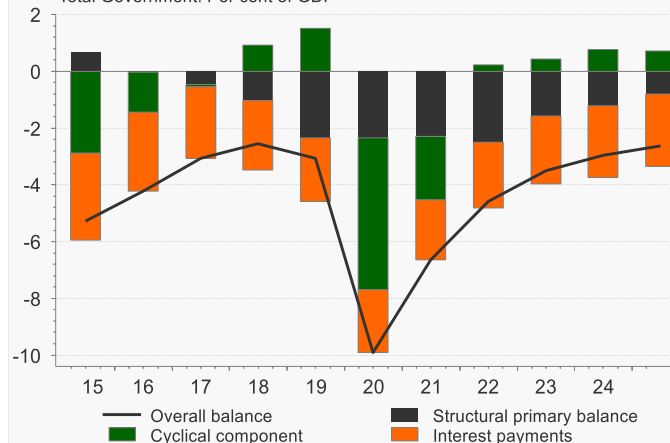
Ratio (both axes)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Spain government budget balance breakdown

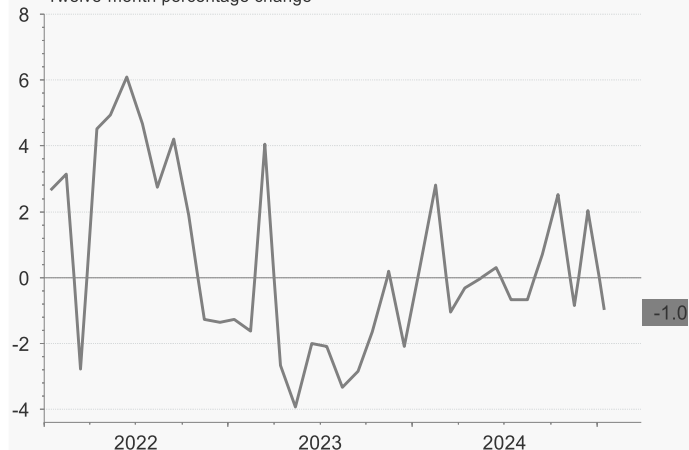
Total Government. Per cent of GDP



Source: LSEG Datastream Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Spain industrial production

Twelve-month percentage change



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

CHINA

Déficit del 11% con un crecimiento del PIB del 5%. Lejos de ser la mejor señal macroeconómica.

Esperamos un gran impulso presupuestario, pero a costa de un peligroso deterioro de las cuentas públicas y de la capacidad de recurrir a nuevos impulsos.

Aún no hay consenso sobre la magnitud y la importancia del estímulo presupuestario chino. Esto se debe a que el Ministerio de Economía oculta las finanzas públicas manteniendo múltiples cuentas presupuestarias: 1) el presupuesto público general, 2) el presupuesto de fondos públicos (con el que se financian los proyectos de infraestructuras de las administraciones locales), 3) el presupuesto de operaciones de capital del Estado, y 4) el presupuesto de fondos de la seguridad social. Se prevé que el déficit presupuestario global aumente del 3% del PIB en 2024 al 4% en 2025, pero solo en referencia a una de estas cuentas presupuestarias. Esto hace casi imposible conocer la verdadera situación presupuestaria. Una evaluación combinada de todas las cuentas presupuestarias nos puede arrojar una estimación aproximada de la situación presupuestaria. Sumando todos los ingresos públicos y deduciendo los gastos públicos de todas las cuentas públicas, y descontando las transferencias entre ellas, los analistas prevén un déficit previsto del 10,9% del PIB en 2025, casi el triple de la cifra comunicada, y el mayor registrado hasta ahora. Lo más importante es que el impulso presupuestario —el aumento del déficit— es del 2,4% del PIB, más del doble de la estimación oficial. Se trata de la mayor expansión presupuestaria más allá de la respuesta a la pandemia de 2020 (4,1% del PIB). La clave: el **estímulo presupuestario de este año es mayor y está más ampliamente distribuido de lo que se reconoce**. Al mismo tiempo, las finanzas públicas chinas se encuentran en un estado más precario de lo que sugieren las cifras oficiales, lo que reduce su capacidad para responder a futuros retos económicos.

Existe el riesgo de que los incentivos anunciados decepcionen.

Las cifras de estímulo presupuestario para 2025 se basan en proyecciones de ingresos, lo que significa que el déficit presupuestario real podría resultar inferior al previsto. Esto ha ocurrido en los últimos años, cuando la escasez de ingresos provocó déficits inferiores a los previstos. Sin embargo, este riesgo se ve contrarrestado por el creciente recurso al endeudamiento fuera de balance por parte de las empresas en manos del Estado central para financiar iniciativas gubernamentales. Este estímulo oculto podría añadir entre el 0,2% y el 0,4% del PIB, complicando aún más el verdadero panorama presupuestario.

¿Podría ser la situación económica de China peor de lo estimado?

Surge una pregunta clave: ¿por qué aplicar el mayor estímulo en años? La gran amplitud del mismo sugiere que es una respuesta a una emergencia económica significativa. Esto contradice el discurso del arraigado conservadurismo presupuestario de China; después de todo, un Gobierno con un déficit del 11% del PIB difícilmente puede considerarse conservador desde el punto de vista presupuestario en ningún sentido significativo.

Una parte significativa del estímulo presupuestario tiene por objeto preservar la estabilidad financiera. ¿Se trata de una señal de que el sistema financiero está en peligro?

La estructura del gasto público sugiere que en parte está dirigido a la estabilidad financiera más que a estimular directamente la demanda. 500.000 millones de RMB en deuda pública recapitalizarán los principales bancos estatales, mientras que 800.000 millones se destinarán a refinanciar y retirar deuda de las administraciones locales fuera de balance.

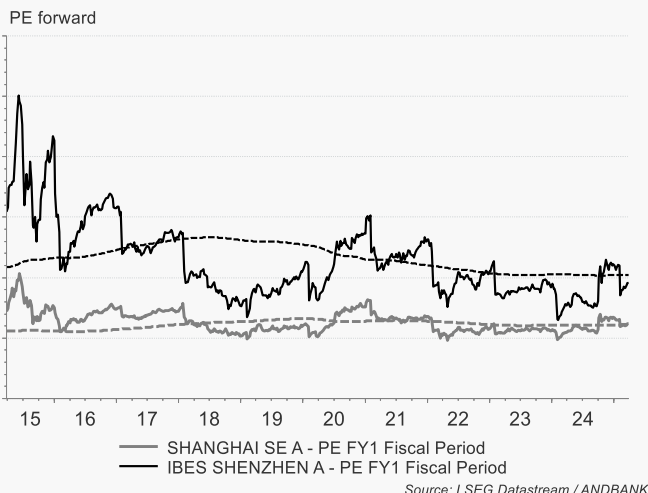
¿Por qué un esfuerzo tan masivo para apoyar el mercado, especialmente cuando estas operaciones financieras tienen multiplicadores presupuestarios relativamente bajos? Una vez más, la respuesta puede estar en las necesidades urgentes y sustanciales del mercado financiero.

¿Será suficiente para desencadenar un repunte sostenido de los activos chinos? Tarde o temprano, será realmente necesario un retroceso presupuestario

Estos cambios tan esperados son significativos y positivos desde el punto de vista de la dirección, pero no hay garantías de que basten para contrarrestar totalmente los principales riesgos a la baja de China. El país se enfrenta a la doble amenaza de un importante descenso de la demanda exterior debido a la escalada de los aranceles estadounidenses y a un posible nuevo descenso del mercado inmobiliario, que podría debilitar aún más la demanda interna.

Por eso, muchos analistas nacionales y extranjeros piden un estímulo aún mayor, tratando la situación actual como una emergencia económica al nivel de la COVID-19 o la crisis financiera de 2008. Sin embargo, el Gobierno sigue mostrándose reacio a adoptar una postura de emergencia a gran escala, dado que ya registra grandes déficits presupuestarios. Por ejemplo, se prevé que el gasto en pensiones de China para 2025 alcance la cifra récord del 5,6% del PIB. Sin embargo, debido a los cambios demográficos, esto podría representar el nivel de déficit más bajo de las próximas décadas, lo que añadiría más presión presupuestaria a largo plazo.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio



Chinese Equities Underperforms World & US indices
MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



Los flujos de entrada en China continental alcanzan máximos históricos en febrero

Los datos de SAFE muestran que los flujos de entrada extranjeros en valores de China continental se dispararon hasta alcanzar la cifra récord de 228.100 millones de USD en febrero, con un saldo neto positivo por primera vez desde septiembre, una vez contabilizados los flujos salientes. Los fondos de inversión de renta variable de China recaudaron 56.400 millones de CNY en enero-febrero, lo que supone cinco veces más que el año pasado y el mayor nivel desde 2021. El número de lanzamientos de nuevos fondos también se disparó un 76% interanual. El entusiasmo de los inversores, impulsado por los avances tecnológicos de China, ha alimentado un repunte de las acciones chinas, atrayendo mayores entradas de fondos minoristas. Crece la confianza en que los avances tecnológicos de China ayuden a mitigar los riesgos deflacionistas y a aliviar las tensiones comerciales con EE. UU. Así, el índice MSCI China ha subido un 23% en lo que va de año, superando significativamente a los mercados mundiales. El interés de Pekín por el crecimiento económico y la innovación tecnológica sigue reforzando la confianza de los inversores.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

Renta variable - SHANGHAI Idx: INFRAPONDERAR // SHENZHEN Idx: INFRAPONDERAR // Hang Seng MW // MSCI China MW

Bonos - Deuda pública: INFRAPONDERAR - POND. DE MERCADO (objetivo de rendimiento a 10 años: 1,25%)

Divisas - CNY/USD: INFRAPONDERAR (objetivo 7,50)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

JAPÓN

La reforma del mercado TSE impulsa un récord de exclusiones en un contexto de adquisiciones y compras, lo que aumenta la confianza del mercado

Las exclusiones se producen en el marco de los esfuerzos por reforzar la disciplina del mercado, y las autoridades se centran en optimizar los precios de las acciones.

Las empresas están dejando de cotizar en la Bolsa de Tokio (TSE) a un ritmo sin precedentes, a medida que se aceleran las adquisiciones y privatizaciones en un contexto de reformas en el mercado destinadas a aumentar el valor de las empresas y optimizar los precios de las acciones. Entre enero y marzo, 31 empresas ya han dejado de cotizar o tienen previsto hacerlo, lo que equivale a casi un tercio de las 94 empresas que salieron del mercado en 2024, la cifra más elevada desde la fusión de TSE con la Bolsa de Osaka en 2013. La causa principal son las fusiones y adquisiciones, incluida la disolución de empresas matrices y filiales. Esta tendencia está relacionada con la reorganización de TSE en 2022 en tres segmentos de mercado y el endurecimiento de las normas de cotización. En 2023, las autoridades del mercado también instaron a las empresas a adoptar un enfoque más disciplinado en la gestión de los costes de capital y los precios de las acciones, lo que impulsó aún más las exclusiones de bolsa.

La reforma del mercado de valores se centra en la calidad, no en la cantidad, de las acciones.

TSE ha cambiado su enfoque hacia la priorización de la calidad sobre la cantidad en sus empresas cotizadas, al tiempo que ha reducido el número de valores en el TOPIX. El actual mercado bursátil japonés incluye un número significativo de empresas con pequeñas capitalizaciones bursátiles, que no suelen ser consideradas objetivos de inversión por los inversores mundiales. Consideramos muy positivo el cambio de política de la Bolsa de Tokio.

Las empresas, obligadas a hacer algo más que recompras de acciones.

Los inversores están cada vez más insatisfechos con las recompras por sí solas, lo que ha llevado a las empresas a realizar cambios en la gestión y ventas de activos. Estas exigencias forman parte de una revisión más amplia del gobierno corporativo impulsada por el Gobierno, las bolsas y los reguladores. De este modo o, los inversores están presionando para que se produzcan cambios más sustanciales y continuos, incluidos dividendos más elevados, en lugar de meras distribuciones de capital puntuales.

Desarrollos empresariales: una visión ascendente

Nippon Steel y US Steel: La administración Trump ha presentado una moción para ampliar dos plazos en la demanda presentada por las dos compañías contra el Panel de Seguridad Nacional de Estados Unidos, concediendo al Gobierno tiempo adicional para finalizar la negociación sobre la fusión con las partes implicadas. Este avance es el indicio más claro hasta ahora de que el presidente Trump podría aprobar el acuerdo. En enero, las empresas presentaron la demanda contra el Comité de Inversiones Extranjeras en Estados Unidos (CFIUS) después de que este recomendará bloquear su fusión por motivos de seguridad nacional.

Honda adquirirá las baterías de sus vehículos híbridos de la planta estadounidense de Toyota a partir del año fiscal 25. El acuerdo suministrará baterías para aproximadamente 400.000 vehículos, con lo que cubrirá todas las ventas de vehículos híbridos de Honda en EE. UU. Actualmente, Honda importa de Japón y China las baterías para los coches que finalmente monta en EE. UU.

El Banco de Japón, el yen y el riesgo de una reversión desordenada del carry trade

Es probable que el Banco de Japón mantenga su tipo de interés oficial en el 0,5% en las próximas semanas o meses, en un entorno de creciente preocupación de que la economía mundial pueda verse afectada negativamente por los aranceles estadounidenses y otros factores. Tras subir los tipos en su anterior reunión de enero, se espera que la institución evalúe detenidamente el impacto de esa subida en la economía y la inflación. Los miembros del Consejo creen que la inflación no es lo suficientemente grave como para justificar subidas rápidas de los tipos, ya que las condiciones económicas nacionales y los precios se encuentran, en general, dentro de los márgenes previstos. Este escenario sugiere que cualquier nueva apreciación del yen será probablemente modesta, lo que reduce el riesgo de una reversión caótica de las estrategias de carry trade y proporcionando una base para que el mercado mundial se establezca y pueda recuperarse a niveles más elevados.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones

Renta variable - N225: SOBREPONDERAR

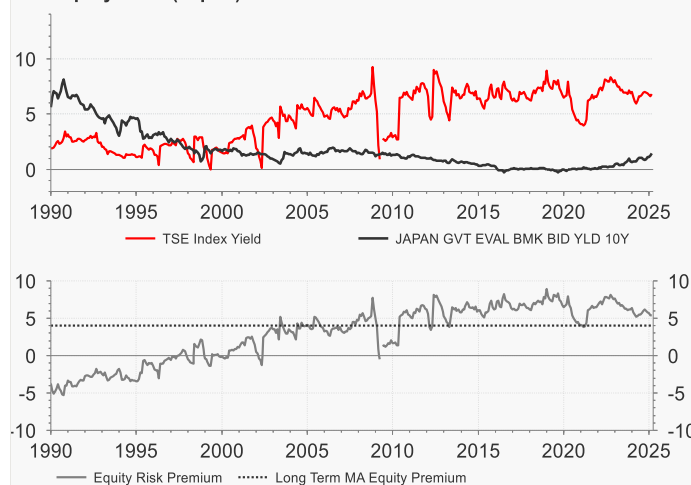
Bonos - Deuda pública: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo: 1,5%)

Divisas - USD-JPY: INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 155)

Japan Nikkei 225 price / earnings

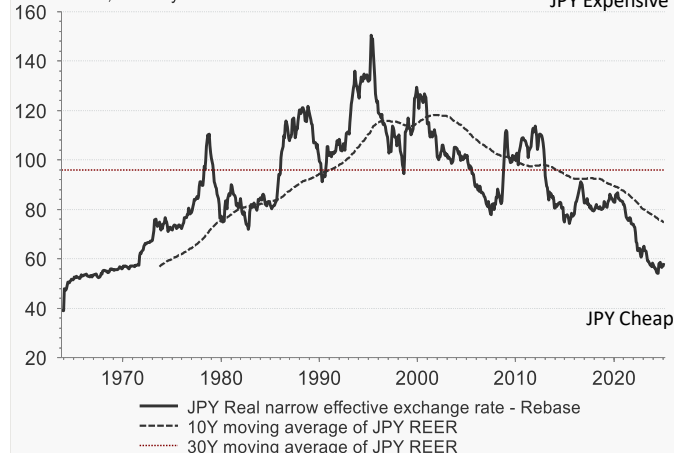


Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



Japan real narrow EER

Index, January 2010 = 100





INDIA

Las small-mid caps han acusado la pérdida de momentum. Esperamos lo recuperen en breve

¿Qué hay detrás de la reciente caída del mercado de renta variable indio?

La reciente caída del mercado de renta variable indio puede atribuirse a la creciente preocupación de los inversores por el impacto de los aranceles estadounidenses. Además, muchos inversores están encontrando oportunidades más atractivas en el infravalorado mercado de renta variable chino, al que se atribuye un mayor potencial de recuperación.

Valoraciones

Los recientes descensos del mercado de renta variable indio en general (MSCI India, incluidas las empresas de mediana y pequeña capitalización) han provocado una caída de los ratios PER de 29 veces en noviembre de 2024 a 24,8 veces en la actualidad, muy por debajo de la media de 5 años, de 25,8 veces. Cuando se combina con el crecimiento medio del BPA en 5 años del 15% para el índice MSCI India, la relación precio-beneficio-crecimiento (PEG) pone de relieve que las empresas de gran capitalización cotizan actualmente a valoraciones muy atractivas.

Si se comparan las empresas de gran capitalización con las de mediana y pequeña capitalización, el panorama es divergente. El índice Nifty 50, que agrupa a las 50 mayores empresas de la India, cotiza actualmente a una relación precio/valor contable (P/B) de 3,1 veces, dentro del rango establecido de 2,7 veces a 4,1 veces, lo que indica una valoración justa. Además, la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) del Nifty 50 ha alcanzado el 15,3%, su nivel más elevado desde 2015. En cambio, los índices Nifty Midcap 150 y Nifty Small cap 250 cotizan con una prima respecto al Nifty 50, lo que refleja unas valoraciones más altas. El consenso apunta a un crecimiento de los beneficios para el Nifty 50 estimado del 5%-6% para el EF 25 y del 8%-10% para el EF26.

Los microdatos de las mayores empresas ayudan a despejar algunas dudas.

Infosys McCamish Systems, filial de Infosys, ha acordado resolver seis demandas colectivas en Estados Unidos relacionadas con un incidente cibernético ocurrido en 2023. El acuerdo se finalizó el 13 de marzo de 2025.

Wipro IT está reestructurando sus líneas de negocio globales (GBL) para afinar su enfoque en inteligencia artificial, computación en la nube y transformación digital. La reestructuración, que entrará en vigor el 1 de abril, tiene por objeto racionalizar las operaciones y adaptarse mejor a la evolución de las necesidades de los clientes.

IndusInd Bank ha estado en el punto de mira tras las especulaciones sobre su estado financiero. El Banco de la Reserva de la India intervino para disipar las preocupaciones, reafirmando que IndusInd sigue estando bien capitalizado, con un coeficiente de adecuación del capital del 16,46% y una sólida cobertura de provisiones del 70,20%. Además, con un ratio de cobertura de liquidez del 113%, el banco parece financieramente estable.

La contribución de M0 en relación a la M3 está disminuyendo, lo que tiene implicaciones positivas.

M0 (base monetaria) como proporción de M3 (agregado monetario amplio) disminuyó del 150% en 2023 a solo el 50% en febrero de 2025, lo que indica una proporción decreciente de efectivo y reservas bancarias en relación con los agregados monetarios totales. Esta tendencia es común en las economías en crecimiento en las que mejora la intermediación financiera o se incentiva a los bancos a ampliar el crédito. Una ratio M0/M3 decreciente sugiere que la oferta monetaria está cada vez más impulsada por los préstamos bancarios y la creación de depósitos, lo que indica un aumento de la actividad bancaria y del dinamismo económico. Cuando la base monetaria crece más lentamente que el agregado amplio, eso refleja un sistema financiero más eficiente.

Los analistas esperan que la economía india mantenga su solidez.

El Banco de la Reserva de la India ha revisado a la baja su previsión de crecimiento del PIB para el año fiscal 2025, del 7% al 6,6%, alegando la incertidumbre económica mundial. Sin embargo, la resiliencia de la India sigue siendo evidente, impulsada por una sólida demanda interna, un sólido sector manufacturero y una inversión privada y pública sostenida. Además, los esfuerzos de consolidación fiscal y una inflación relativamente reducida refuerzan sus perspectivas optimistas en comparación con otras grandes economías.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

Renta variable - SENSEX: SOBREPONDERAR (precio objetivo 84.000)

Bonos - Deuda pública: SOPREPONDERAR (nuevo rendimiento objetivo: 6,25%)

Deuda corporativa: SOBREPONDERAR

Divisas - INR/USD: NEUTRAL (Objetivo 86)

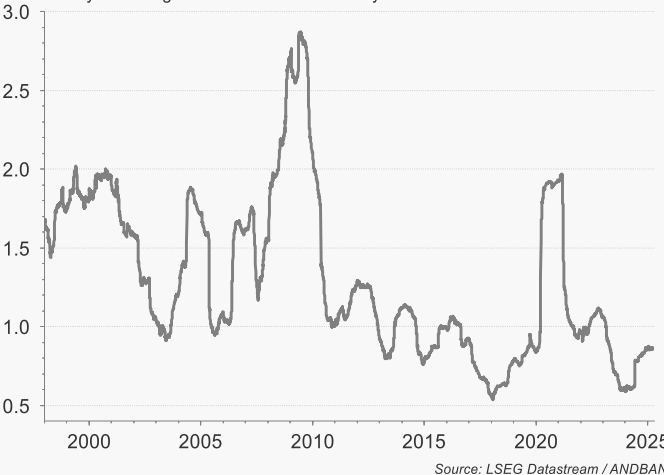
PE (ltm) - India

MSCI India



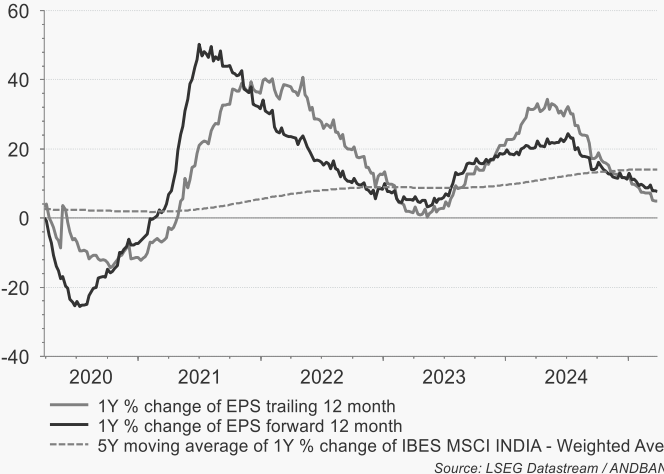
India NIFTY 50 realised volatility

One-year rolling standard deviation of daily returns



EPS (Trailing & Forward)

MSCI India





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

VIETNAM

Aumenta la confianza de los inversores nacionales a medida que se afianzan las reformas estructurales

A pesar de los factores desfavorables, la economía y los mercados vietnamitas mostraron resiliencia a principios de 2025

La economía vietnamita se mantuvo apuntalada a principios de 2025, impulsada por la proactividad de la legislación y las medidas políticas de la Asamblea Nacional extraordinaria de febrero. Entre las principales iniciativas a favor del mercado figuran: 1) reestructuración del Gobierno, con la reducción del número de ministerios de 19 a 14, lo que supone un paso significativo en la reforma estructural; 2) inversión en infraestructuras: se aprobó una inversión de 8.000 millones de USD para el ferrocarril de alta velocidad Nội-Hải Phòng, lo que pone de relieve el compromiso del país con la expansión de las infraestructuras; 3) inversión extranjera en telecomunicaciones: una nueva resolución levantó las restricciones a la propiedad extranjera de los proveedores de servicios por satélite, permitiendo la plena propiedad de los proveedores de servicios por satélite, permitiendo la plena propiedad de los proveedores de servicios por satélite, permitiendo la plena propiedad de los proveedores de servicios por satélite. Esta medida, que incluye el Starlink de Elon Musk, pretende mejorar la conectividad digital y atraer inversiones extranjeras en telecomunicaciones.

El Politburó también aboga por una revisión constitucional —la sexta en la historia de Vietnam— que proponga la eliminación de las unidades administrativas a nivel de distrito y la reestructuración a nivel provincial. Se espera que estos cambios se concreten mediante resoluciones en las sesiones de la Asamblea Nacional de mayo y octubre de 2025.

Aumentan los registros de inversiones, pero no se materializan: hay que actuar con rapidez para cumplir los objetivos

Las IED registradas aumentaron un 35,5% interanual en los dos primeros meses de 2025, alcanzando los 6.900 millones de USD. Sin embargo, las IED realizadas se mantuvieron por debajo de los 3.000 millones de USD, lo que refleja un modesto crecimiento interanual del 5,4%. El desembolso de inversiones públicas ascendió a 2.400 millones de USD, lo que representa el 6,9% del objetivo anual del Gobierno, frente al 7,7% del mismo periodo del año anterior. Dado que el Gobierno aspira a alcanzar 36.000 millones de USD en inversión pública y 28.000 millones en desembolsos de IED para 2025, el despliegue de capital tendrá que acelerarse significativamente en los próximos meses para cumplir estos ambiciosos objetivos.

Perspectivas: para impulsar el crecimiento económico y del mercado, el Gobierno ha aplicado nuevas políticas monetarias acomodaticias

El primer ministro ha dado instrucciones al Banco Estatal de Vietnam (SBV) para que baje los tipos de interés, lo que ha llevado a más de 18 bancos a seguir su ejemplo con reducciones de tipos en febrero. Muchos bancos también han introducido programas de préstamos preferenciales, ofreciendo recortes del tipo de interés fijo del 1%-2% durante los primeros 6-12 meses. Para seguir respaldando la liquidez del sector bancario, el SBV ha suspendido la emisión de letras, ha ampliado los vencimientos de los acuerdos de recompra inversa de 7 a 91 días y ha aplicado medidas de apoyo a la liquidez de los bancos que participan en la reestructuración y adquisición de bancos «zero-dong». Estos bancos, remanentes de la crisis financiera de Vietnam de 2011, son insolventes y están en proceso de reestructuración con la participación tanto del Estado como del sector privado. A los bancos que reciban apoyo de liquidez del SBV se les concederán préstamos sin intereses, con el objetivo de estabilizarlos al tiempo que se aprovecha la experiencia del sector privado.

Más allá del apoyo monetario, el Gobierno hace hincapié en fomentar el desarrollo del sector privado

El Gobierno da prioridad al desarrollo del sector privado como piedra angular de su estrategia económica. En la actualidad, el sector privado aporta más del 50% del PIB, alrededor del 30% de los ingresos presupuestarios del Estado y emplea al 85% de la población activa, lo que lo convierte en un catalizador fundamental del crecimiento de Vietnam. Reconociendo su importancia estratégica, el Politburó ha subrayado la necesidad de un plan integral a largo plazo para apoyar la expansión del sector privado. Esto incluye abordar los retos normativos, eliminar los cuellos de botella institucionales y fomentar un entorno de inversión más favorable a las empresas. Liberar todo el potencial de las empresas privadas es esencial para mantener el dinamismo económico de Vietnam y garantizar un crecimiento sólido a largo plazo.

Nuestras previsiones para los indicadores clave apuntan a una importante expansión

Tras consultar fuentes locales y analizar sus perspectivas, ahora prevemos un crecimiento del PIB real del 8% en 2025, con una previsión de crecimiento de las IED del 7,7% y una inflación controlada del 4%. Estas perspectivas suponen un escenario favorable para los activos locales.

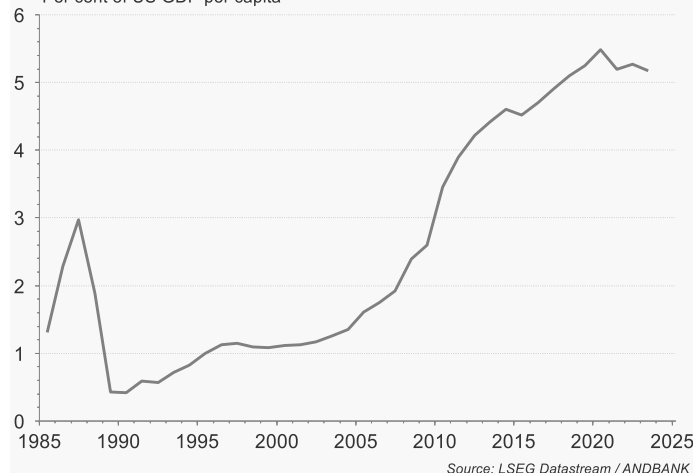
Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

Renta variable - VNI Idx: SOBREPONDERAR (precio objetivo en 1.500.)

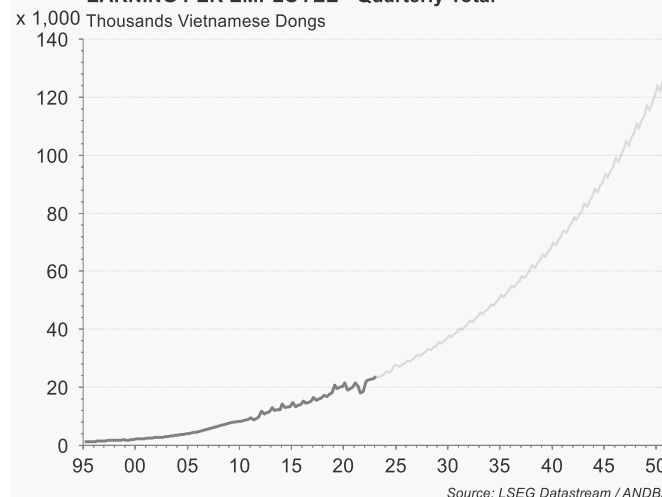
VIETNAM - Datastream index Price Earnings Ratio



Vietnam GDP per capita
Per cent of US GDP per capita



EARNING PER EMPLOYEE - Quarterly Total





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

ISRAEL

Disminuyen los riesgos para la seguridad , pero persisten los retos presupuestarios

Economía

El Índice de Precios de Consumo (IPC) de febrero se mantuvo sin cambios, lo que indica que los precios se están estabilizando. Esta lectura plana sigue a un aumento del 0,1% en enero, lo que sitúa la tasa de inflación anual en el 3,8%, aún por encima del rango objetivo del Banco de Israel, del 1%-3%. El banco central lo atribuye en parte a las recientes subidas de impuestos, pero espera que la inflación caiga por debajo del 3% en el segundo semestre. En consecuencia, la institución decidió mantener el tipo de interés en el 4,50% en su última reunión. El reciente acuerdo de alto el fuego entre Israel y Hamás ha tenido un impacto positivo en la economía. Se espera que la reanudación del turismo y los viajes de negocios impulse sectores como la hostelería, el comercio minorista y el transporte, lo que contribuirá a una recuperación económica más amplia. Además, las reservas de divisas de Israel han aumentado, superando los 200.000 millones de dólares, lo que indica una mayor resiliencia económica y proporciona un colchón contra los envites externos. Sin embargo, es importante señalar que el presupuesto para 2025 aún debe ser aprobado por el Parlamento, cuyo plazo de aprobación está fijado para finales de marzo.

Renta fija

El mercado de deuda pública de Israel experimentó cambios notables, sobre todo en la estructura de la curva de rendimientos, que mostró indicios de aplanamiento. Esto sugiere que los inversores prevén un crecimiento económico más lento, probablemente debido a las persistentes incertidumbres geopolíticas a pesar del alto el fuego. La decisión del banco central de mantener el tipo de interés de referencia en el 4,50% refleja una postura prudente, que equilibra la necesidad de controlar la inflación con el apoyo a la actividad económica. El alto el fuego también ha influido positivamente en la curva de rendimientos, ya que los inversores buscan activos más seguros a largo plazo en un entorno económico más estable. Seguimos siendo prudentes en cuanto a la duración, ya que creemos que la relación riesgo-rentabilidad no se ha descontado plenamente.

Renta variable

El índice Tel Aviv 125 (TA-125), que sigue a las mayores empresas cotizadas en la Bolsa de Tel Aviv, superó a muchos mercados mundiales al mantenerse relativamente plano, lo que refleja la creciente confianza de los inversores, debida en parte al reciente alto el fuego y sus previsibles beneficios económicos.

Los principales sectores del mercado bursátil han registrado resultados dispares: I) **Defensa y aeroespacial**: muchas empresas locales de defensa, en particular Israel Aerospace Industries (IAI), superaron al mercado al beneficiarse de la mayor demanda mundial de sistemas de defensa; II) **Banca y seguros**: el sector bancario ha registrado sólidos resultados. First International Bank of Israel registró una rentabilidad sobre fondos propios del 19% en 2024, la más elevada entre los bancos israelíes, lo que refleja una importante rentabilidad y una gestión eficaz. En general, el sector de los servicios financieros demostró una rentabilidad impresionante y unas elevadas expectativas de rendimientos futuros. La mayoría de los bancos prevén un rendimiento de los fondos propios del 15%-19% para los próximos dos o tres años. Consideramos que el sector de los servicios financieros es una de nuestras principales recomendaciones; III) **Inmobiliario**: el sector inmobiliario sigue afrontando retos, con un aumento de los precios de la vivienda a pesar de unas cifras de inflación inferiores a las previstas. Esta tendencia sugiere la persistencia de las restricciones de la oferta y la solidez de la demanda, lo que puede repercutir en la asequibilidad e influir en las futuras políticas monetarias.

Por último, pero no por ello menos importante, Google anunció que comprará la empresa israelí de ciberseguridad Wiz por 32.000 millones de USD en una operación totalmente en efectivo. Esta adquisición supone la mayor compra de Google hasta la fecha y subraya su firme compromiso con la mejora de sus capacidades de ciberseguridad. No solo es un hito importante para Google, sino que también representa la mayor salida de una empresa israelí en la historia, lo que demuestra el creciente papel del país en la tecnología mundial y la innovación en ciberseguridad.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

Renta variable (índice TLV35): NEUTRAL

Deuda soberana (bono 10 años): NEUTRAL

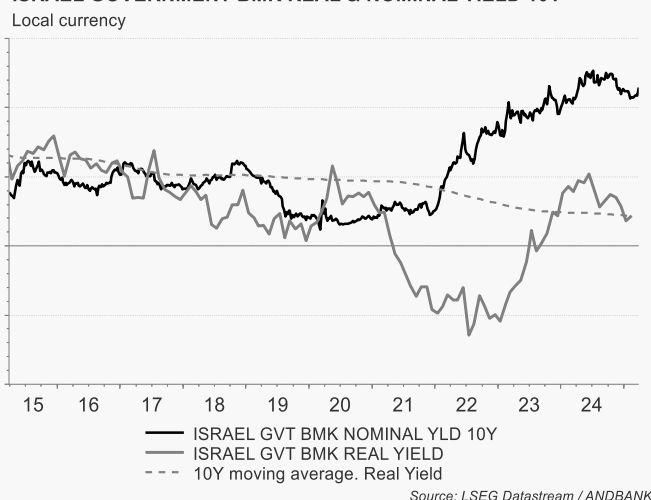
Deuda corporativa: NEUTRAL

Tipo de cambio (ILS/USD): Neutral en a TCER

Israel price-to-earning ratio
Trailing & Forward PE

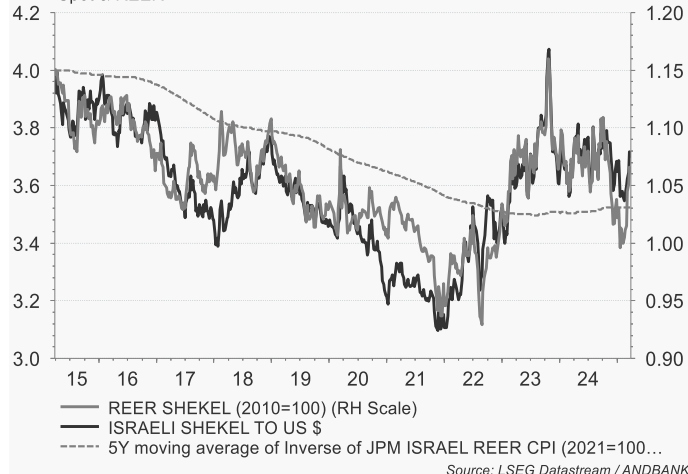


ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y



Israel Shekel

Spot & REER





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 11

BRASIL

Lula entra en campaña, aunque quizá sea un poco pronto

El castillo de naipes se derrumba

Cuando el tercer mandato del presidente Lula empieza su tercer año, su administración se enfrenta a importantes reveses en tres frentes críticos: (i) la mala gestión económica, con el aumento de la inflación, (ii) la inestabilidad política, caracterizada por frecuentes conflictos internos y tensiones con los partidos de la oposición, y (iii) la creciente insatisfacción social derivada de las promesas incumplidas y el creciente descontento de la población. Estas cuestiones han contribuido a una importante caída de los índices de aprobación de Lula. En el epicentro de todo esto se encuentra una única métrica reveladora: la elevada inflación. La principal base de votantes de Lula está formada en gran parte por familias de bajos ingresos del nordeste de Brasil, que históricamente han sido las más afectadas por la inflación, especialmente por la subida de los precios de los alimentos. Esta es precisamente la situación actual. La escasez de cosechas del año pasado ha exacerbado la inflación alimentaria, mientras que las deficientes políticas económicas, sobre todo en materia de gestión presupuestaria, han alimentado las expectativas inflacionistas a largo plazo. La ausencia de controles fiscales presupuestarios y de reformas estructurales ha amplificado la inestabilidad económica, empeorando aún más las perspectivas de inflación para los próximos dos años, hasta las próximas elecciones presidenciales.

En el frente político, el Gobierno de Lula se enfrenta a profundas discordias internas y a la feroz resistencia de los partidos de la oposición. Los frecuentes cambios en los cargos ministeriales, combinados con la incapacidad de forjar una estrategia política unificada, han socavado la estabilidad del Gobierno y han obstaculizado su capacidad para operar eficazmente en el Congreso.

Desde el punto de vista social, el creciente descontento de la población con el Gobierno refleja el fracaso de Lula en cuestiones clave como la sanidad, la seguridad y el alivio de la pobreza. En respuesta, ha recurrido cada vez más a medidas populistas, como el aumento del gasto social y la realización de anuncios públicos destinados a mejorar su imagen. Aunque esta estrategia le ha funcionado en el pasado, ahora parece quedarse corta, ya que muchos brasileños reconocen que estas medidas no aportan soluciones sostenibles a problemas profundamente arraigados.

Lula optó por una respuesta política

En un intento de mejorar sus posibilidades de reelección, Lula ha nombrado a Gleisi Hoffmann nueva ministra de Relaciones Institucionales. Esta medida es un esfuerzo estratégico para reforzar las negociaciones políticas entre el Gobierno y el Congreso. Conocida por su estilo combativo, se espera que Hoffmann forje alianzas clave y gestione las enmiendas parlamentarias, dos aspectos vitales para la administración de Lula. Su nombramiento también señala un giro hacia un enfoque más izquierdista, que puede resonar en segmentos de la población que se sienten ignorados por las actuales políticas económicas. Sin embargo, este cambio podría crear tensiones internas en el Gobierno, sobre todo con el ministro de Finanzas, Haddad, que ha estado presionando en favor de la austeridad fiscal. Los mercados ya están expresando su preocupación por que esta medida pueda exacerbar la inflación y obstaculizar el crecimiento del PIB, lo que subraya el delicado equilibrio que debe mantener el Gobierno de Lula.

El sólido PIB de 2024

El PIB creció un 3,4% en 2024, la mayor tasa de crecimiento anual desde 2021. El sector servicios registró un notable aumento del 3,7%, mientras que el sector industrial creció un 3,3%. Sin embargo, el sector agrícola se contrajo un 3,2% debido a los graves efectos del clima. El consumo de los hogares aumentó un 4,8% desde 2023, impulsado por los programas de transferencia de rentas y la bajada de los tipos de interés. La inversión, medida por la formación bruta de capital fijo, aumentó un 7,3%. En cuanto al comercio, las importaciones aumentaron un 14,7%, mientras que las exportaciones crecieron un 2,9%. La tasa de inversión se situó en el 17,0% del PIB, y la tasa de ahorro en el 14,5%. Estas cifras ponen de relieve los sólidos resultados económicos del año pasado; sin embargo, los participantes en el mercado se muestran cautos sobre las perspectivas de crecimiento para 2025. La ralentización del último trimestre, combinada con la lucha del Gobierno por equilibrar el gasto destinado a aumentar los índices de aprobación con la necesidad de disciplina presupuestaria, apunta a un año potencialmente mediocre.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

Renta variable (iBovespa): INFRAPONDERAR

Deuda soberana en divisa local: SOBREPONDERAR (diferencial objetivo 1000 => rendimiento objetivo 14,75%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (diferencial objetivo 300 => rendimiento objetivo 7,75%)

Tipo de cambio (BRL/USD): INFRAP-NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,80)

Brazil MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Brazilian Equities Underperform EM Indices

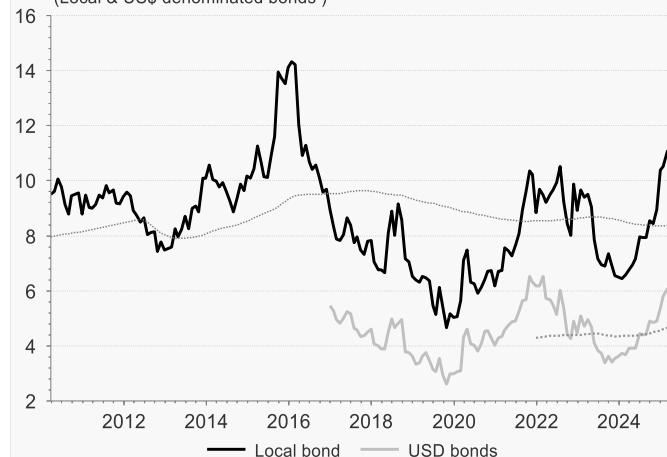
MSCI Brazil (\$) vs MSCI EM (\$)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST

(Local & US\$ denominated bonds)



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 12

MÉXICO

Comercio, seguridad e IED: el eje de las negociaciones Trump-Sheinbaum

Política monetaria, Economía e inflación

La actual composición del Consejo de Banxico y sus recientes patrones de voto sugieren que en la reunión de marzo podría anunciarse otro recorte de 50 pb. Creemos que Banxico ha actuado de forma preventiva, adoptando una postura más expansiva que su mandato estrictamente centrado en la estabilidad de precios, anticipándose a una desaceleración del crecimiento. Este giro estaría motivado por la debilidad de los datos a finales de 2024 y los riesgos que plantean los nuevos aranceles estadounidenses. Aunque las previsiones de inflación subyacente se revisaron al alza, mantienen una trayectoria descendente, convergiendo al objetivo en 2026. El mercado descuenta ya 150 pb de recortes para el resto de 2025, con un tipo terminal en el 8%. El PIB cayó en el 4T24, el primer retroceso desde 2021, reflejo de un menor consumo, pausa inversora y ralentización exportadora, tras un adelanto de envíos antes de la posible vuelta de Trump. La debilidad continúa en 2025, con una caída del 2,8% interanual en la producción industrial en enero. La inflación general se situó en 3,77% interanual en febrero, impulsada por un rebote en la no subyacente. La subyacente se mantiene anclada en torno al 3,65%, aunque las dos últimas lecturas apuntan a un repunte en los precios de bienes, mientras los servicios siguen mostrando rigidez.

Riesgo Político

Seguimos considerando positivo el cambio de postura de Claudia Sheinbaum hacia Estados Unidos. Su administración ha introducido un plan que incluye políticas económicas destinadas a reforzar el sector exportador y beneficiarse de la integración regional. A pesar de estos esfuerzos, persisten la volatilidad y la incertidumbre en los mercados, sobre todo debido a las cuestiones sin resolver sobre el alcance de los aranceles, los productos afectados y la posibilidad de que se adopten medidas comerciales de represalia que podrían desembocar en una guerra comercial a gran escala. En respuesta a las demandas de Trump, el Gobierno mexicano tomó medidas rápidas en materia de seguridad, desplegando tropas de la Guardia Nacional (policía militar) en la frontera, realizando varios decomisos de fentanilo e intensificando las conversaciones de alto nivel. Estos esfuerzos consiguieron retrasar un mes la aplicación de aranceles del 25% a las exportaciones mexicanas, prevista ahora para el 2 de abril. México también ha reabierto sectores clave a la inversión privada, particularmente en energía, marcando un claro alejamiento de las políticas de López Obrador.

Mercados financieros

Renta variable: Tras caer un 13,7% en 2024, el mercado bursátil mexicano (índice IPC) ha repuntado en 2025 (+7% y +13% en USD). Esta recuperación se ha producido a pesar de una mayor aversión al riesgo impulsada por la incertidumbre sobre los cambios legislativos y las preocupaciones en torno a las políticas comerciales de Trump. Creemos que existe un valor significativo en la renta variable, con valoraciones que reflejan descuentos sustanciales, no solo en relación con sus homólogos internacionales, sino también en comparación con sus propios niveles históricos. Nuestro objetivo a 12 meses para el índice sugiere un potencial alcista por encima de los 60.000 puntos.

Renta fija y tipos de cambio. Con la Fed en espera y Banxico en fase de recorte de tipos, el diferencial de deuda en divisa local se ha comprimido hacia 520 puntos básicos, por debajo de la media de 2024, de 542 puntos básicos. Nuestra estimación revisada sitúa el diferencial en 525 puntos básicos, con una volatilidad prevista en los próximos meses, impulsada principalmente por los cambios en la política monetaria y las perspectivas de crecimiento económico. En USD, el diferencial también se ha estabilizado en 200 pb, que sigue siendo nuestro objetivo para finales de año. El peso mexicano experimentó dos fuertes depreciaciones (el fin de semana del 1 de febrero y a principios de marzo, cuando se esperaba inicialmente la entrada en vigor de los aranceles) y alcanzó brevemente niveles superiores a 21,20 MXN/USD. Sin embargo, desde entonces se ha estabilizado en un rango de 20,20 a 20,60 MXN/USD. Mantenemos nuestro objetivo de cierre de año en 21 MXN/USD, si bien reconocemos el potencial de volatilidad adicional.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): SOBREPONDERAR

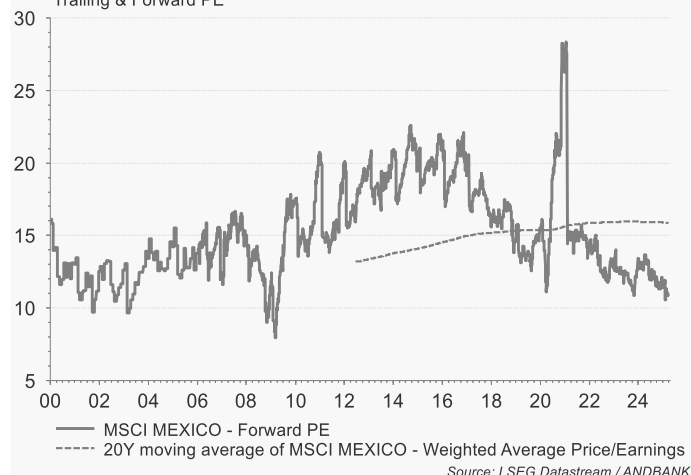
Deuda soberana en divisa local: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo 10,00%)

Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (rendimiento objetivo 6,75%)

Tipo de cambio (MXN/USD): INFRAPONDERAR (objetivo a medio plazo: 21,00)

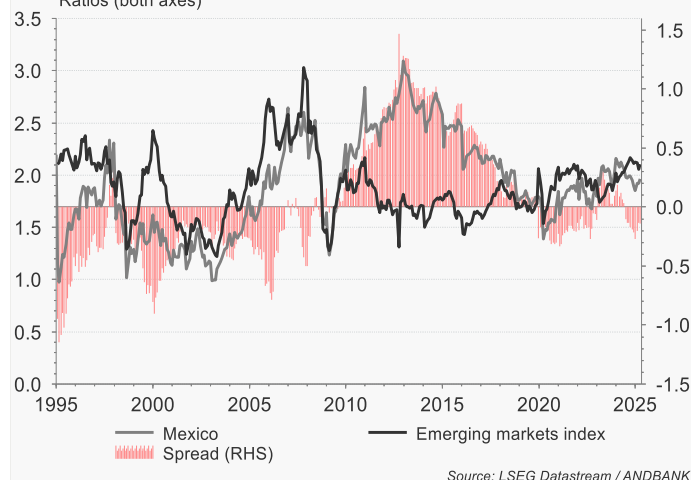
Mexico MSCI Index price-to-earning

Trailing & Forward PE



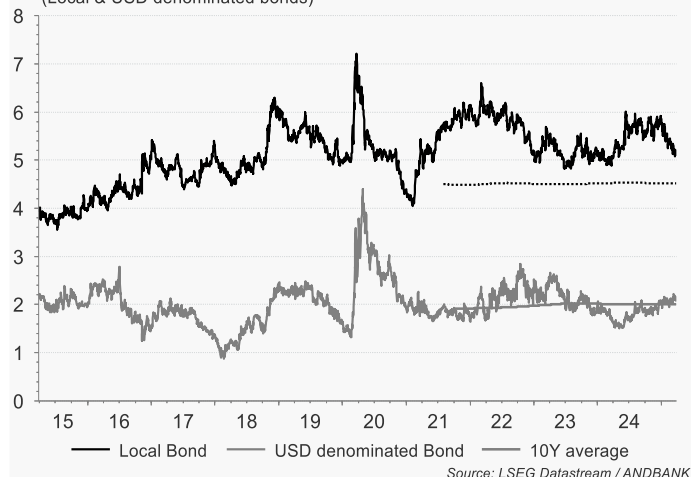
Mexico price-to-book ratio

Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST

(Local & USD denominated bonds)





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 13

ARGENTINA

El acuerdo del FMI con nuevos fondos es una buena noticia para la administración Milei

Nuevo Servicio Ampliado del Fondo con el FMI: cuestiones clave y retos

El objetivo primordial de este nuevo acuerdo es refinanciar la deuda existente con el FMI, que asciende a unos 40.000 millones de USD, al tiempo que se garantizan desembolsos adicionales para reembolsar las obligaciones contraídas con el banco central, reforzando así su balance. El decreto gubernamental enviado al Congreso declara explícitamente que los fondos obtenidos no se utilizarán para intervenir en el mercado de divisas. El acuerdo se estructurará en el marco de un programa de Servicio Ampliado del Fondo, con un periodo de amortización del préstamo que abarcará diez años y un periodo de gracia de cuatro años y medio. Sin embargo, no se han revelado detalles clave como los importes exactos, los calendarios de desembolso, los objetivos políticos y las reformas estructurales. La oposición ha criticado al Gobierno por no presentar un proyecto de ley al Congreso, señalando una ley de 2021 que exige que todos los acuerdos de financiación u operaciones de crédito público con el FMI sean aprobados por el Congreso. En respuesta, el Gobierno justificó su decisión de utilizar en su lugar un decreto de urgencia (DNU), argumentando que la aprobación del Congreso solo es necesaria para autorizar la operación de crédito público en sí, no para validar los términos concretos del acuerdo. El Congreso tiene ahora facultad para debatir el decreto, pero solo podrá ser anulado si tanto la Cámara de Diputados como el Senado votan en contra. Uno de los puntos más críticos de la negociación es la definición del régimen cambiario. El Ministro de Economía, Caputo, preferiría mantener un mayor grado de control sobre el mercado de divisas, mientras que el FMI es partidario de un tipo de cambio de libre flotación. En vista de la inestabilidad actual, esta última opción parece muy poco probable. Resulta probable que, tras las elecciones de mitad de mandato, el Gobierno pase de la actual paridad móvil a un sistema de flotación controlada, lo que permitirá una mayor volatilidad del tipo de cambio.

Política: las elecciones de mitad de mandato y la batalla por la derecha

Tras intentar formar una alianza electoral de cara a las elecciones de mitad de mandato, ahora parece más probable que *La Libertad Avanza* (LLA) y el PRO se presenten por separado en la mayoría de las provincias. Con ello, LLA pretende captar la mayor parte posible de los votantes de derechas que impulsaron a Javier Milei a la presidencia, debilitar al PRO todo lo posible y posicionarse como la única alternativa al peronismo. En este escenario —en el que LLA y el PRO compiten por separado—, el campo de batalla más intenso será la ciudad de Buenos Aires, bastión político de Mauricio Macri. Por el contrario, la falta de una coalición unificada beneficia al peronismo en la provincia de Buenos Aires, un campo de batalla clave en las próximas elecciones legislativas. El principal objetivo del LLA en la provincia será establecerse como primera fuerza de la oposición de cara a las elecciones presidenciales de 2027. La mayor incógnita sigue siendo si los altos índices de aprobación de Milei se traducirán en votos reales en las elecciones de mitad de mandato. Según varios sondeos, LLA lidera actualmente las encuestas de intención de voto con aproximadamente el 40%, mientras que el peronismo se mantiene en torno al 30%, y el PRO va a la zaga con menos del 10%. Si el Gobierno quiere ampliar su base de votantes, debe evitar errores no calculados como el reciente escándalo que supuso el apoyo del presidente Milei al token Libra en X. Su publicación fue rápidamente eliminada, lo que desencadenó una venta masiva que hizo que el valor del token cayera en picado, acabando con millones en fondos de inversores y suscitando preocupaciones sobre una posible manipulación del mercado. Por ahora, no está claro si este incidente tendrá efectos duraderos en la credibilidad del Presidente.

Precios: la evolución de los precios subyacentes hace saltar las alarmas

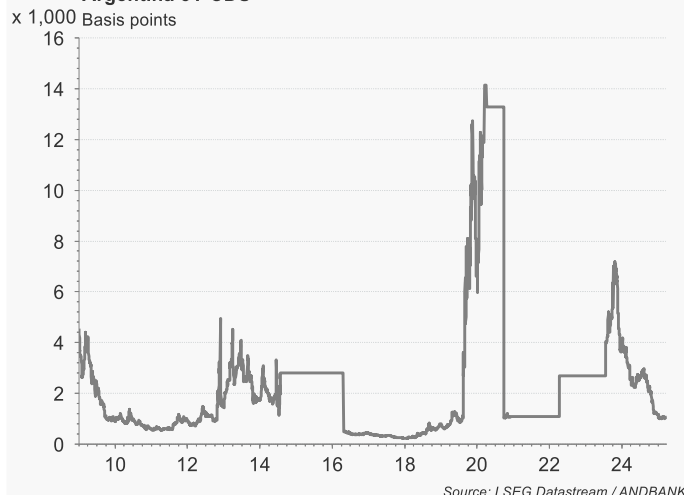
La inflación subió un +2,4% intermensual en febrero, superando las expectativas del mercado (+2,3% intermensual) y acelerando el aumento de enero (+2,2% intermensual). En términos anuales, la inflación fue del +66,9% interanual. La inflación subyacente aumentó al +2,9% intermensual, frente al +2,4% intermensual de enero, superando así a la inflación general por quinto mes consecutivo. El aumento se debió principalmente a los alimentos y bebidas (+3,2% intermensual), con un incremento de los precios de la carne del 7,6% intermensual. Los productos estacionales bajaron un -0,8% intermensual tras subir un +0,4% intermensual en enero, mientras que los precios regulados aumentaron un +2,3% intermensual, ligeramente por debajo del +2,6% intermensual registrado el mes anterior. Los precios de los bienes subieron un +2,1% intermensual, frente al +1,5% intermensual de enero, mientras que la inflación de los servicios, más estrechamente vinculada a las condiciones del mercado laboral, se ralentizó hasta el +3,1% intermensual, frente al +3,8% intermensual de enero.

Perspectivas del mercado - Recomendaciones y objetivos

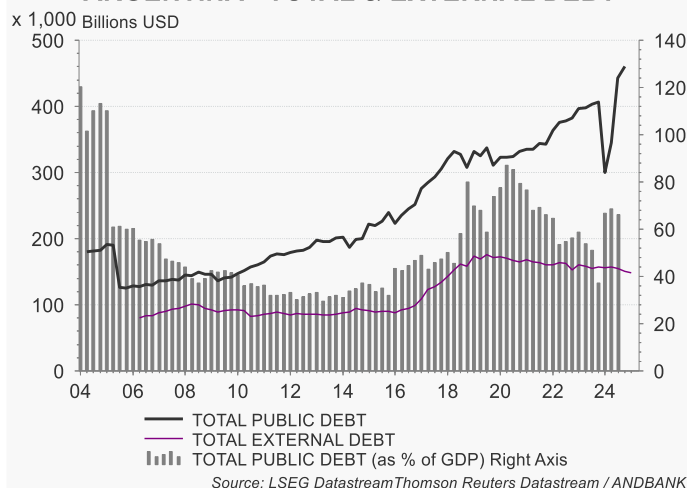
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2025: 1600)

Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



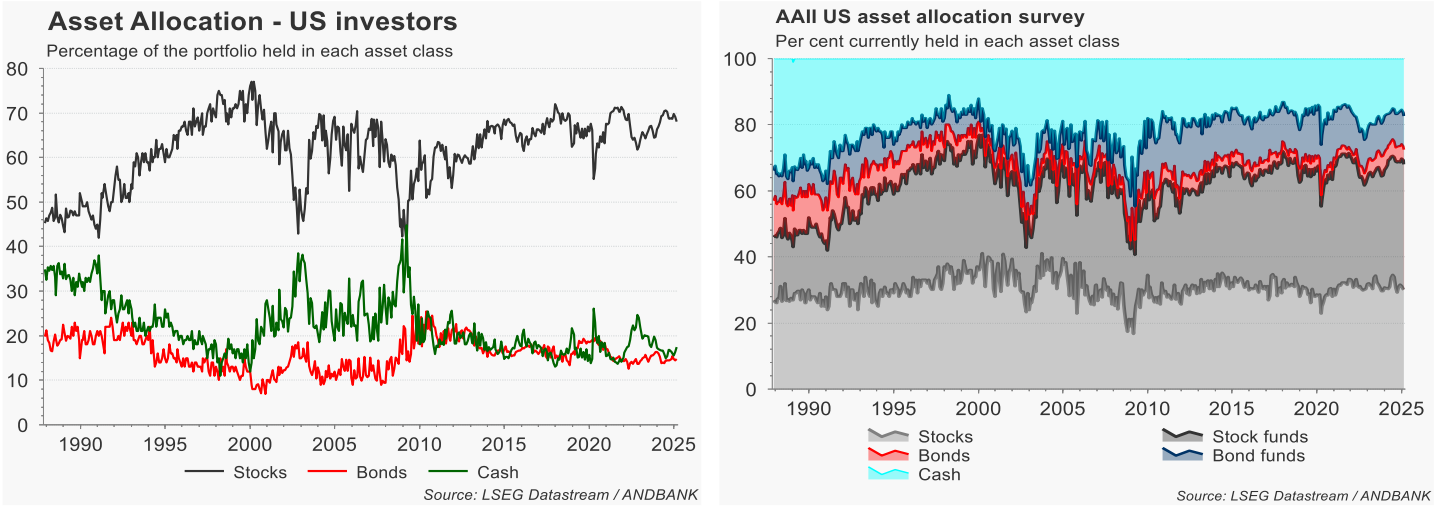
ARGENTINE PRIMARY BALANCE



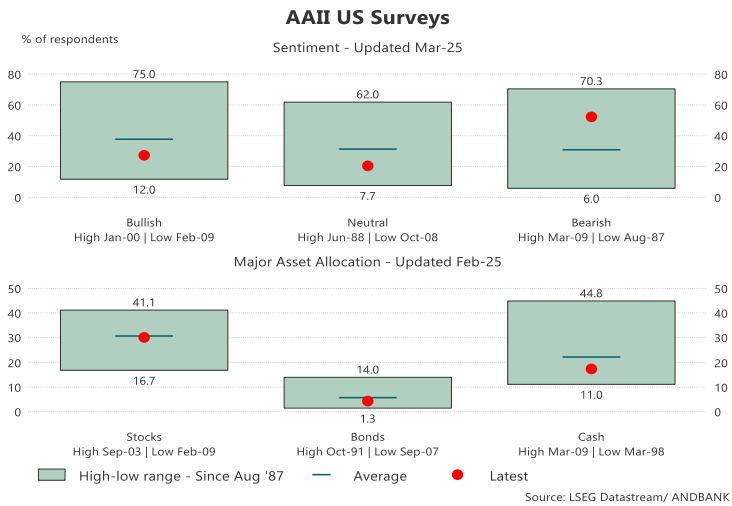
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2025	Projected EPS Growth 2025	PE Trailing (2024)	Price Earning (forward)	Current Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Spread curr RP vs hist RP	Target PE Trailing (year end 2025) set on the Strategic Committee	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2025)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	264,0	11,9%	23,78	21,26	4,70%	0,53%	2,00%	-1,47%	24,76	5.612	6.537	16,5%	OW	7.191
Europe - Stoxx Europe 600	38,8	7,9%	15,01	13,91	7,19%	4,51%	5,00%	-0,49%	15,00	540	582	7,8%	MW	640
Spain IBEX 35	1.100,0	6,0%	12,77	12,05	8,30%	5,00%	5,70%	-0,70%	12,00	13.255	13.200	-0,4%	UW	14.520
Mexico IPC GRAL	4.800	11,9%	12,24	10,93	9,15%	-0,19%	-0,90%	0,71%	13,00	52.484	62.400	18,9%	OW	68.640
Brazil BOVESPA	16.500	13,5%	8,96	7,89	12,67%	-2,42%	-1,10%	-1,32%	8,50	130.260	140.250	7,7%	UW	154.275
Japan TOPIX	186,0	8,8%	15,57	14,31	6,99%	5,49%	4,00%	1,49%	15,93	2.662	2.962	11,3%	OW	3.259
China SSE Comp. A share	247,0	-5,7%	13,39	14,21	7,04%	0,09%	4,80%	-4,71%	12,81	3.509	3.163	-9,9%	UW	3.479
China Shenzhen Comp	94,7	-5,8%	20,01	21,25	4,71%	-2,24%	1,25%	-3,49%	21,00	2.012	1.989	-1,2%	UW	2.188
India SENSEX	3.800	8,1%	21,62	20,00	5,00%	-1,57%	-2,00%	0,43%	22,00	76.008	83.600	10,0%	OW	91.960
Vietnam VN Index	126,4	19,6%	12,47	10,42	9,60%				12,00	1.317	1.517	15,1%	OW	1.668
MSCI EM ASIA	49,4	15,0%	14,02	12,19	8,20%				14,00	603	692	14,8%	OW	761

Indicadores de posicionamiento (Fondos & activos directos): Renta Variable, Renta Fija y Cash



Indicadores de posicionamiento (Solo activos directos): Renta Variable, Renta Fija y Cash



ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2024 Earnings Dashboard

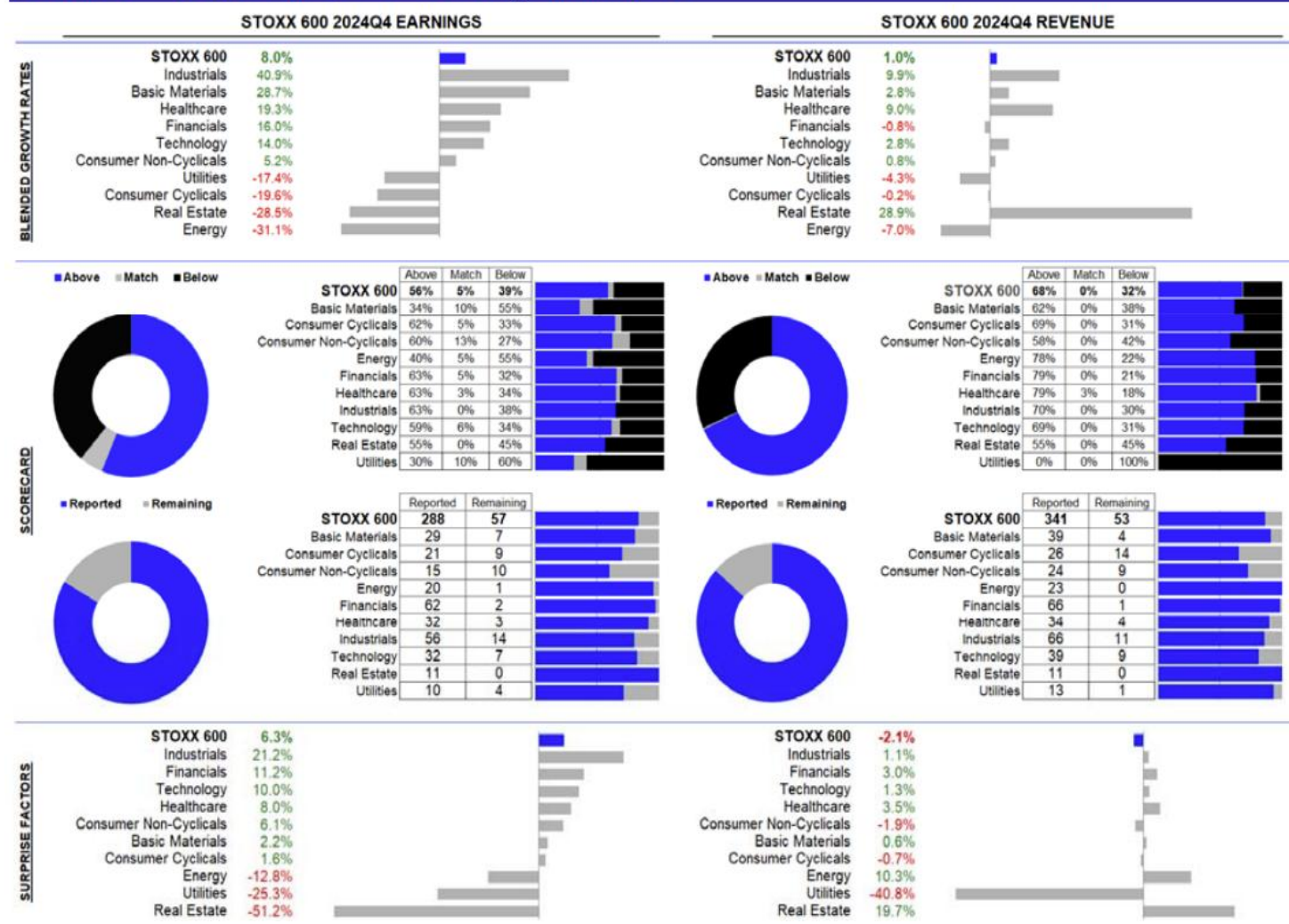
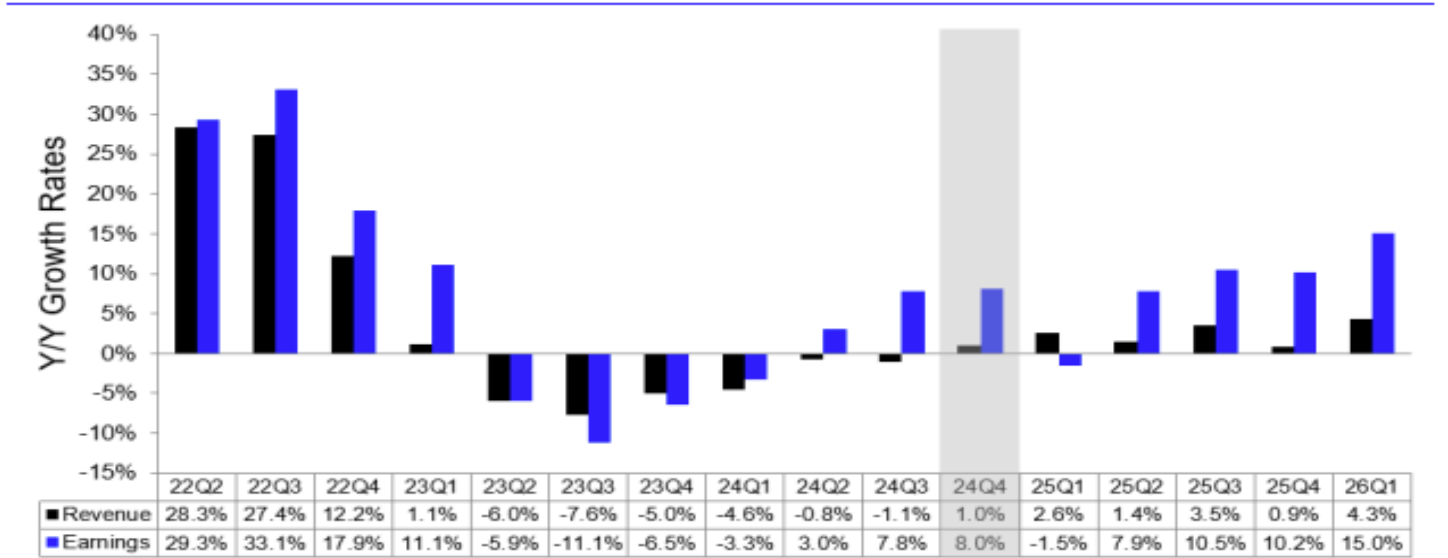


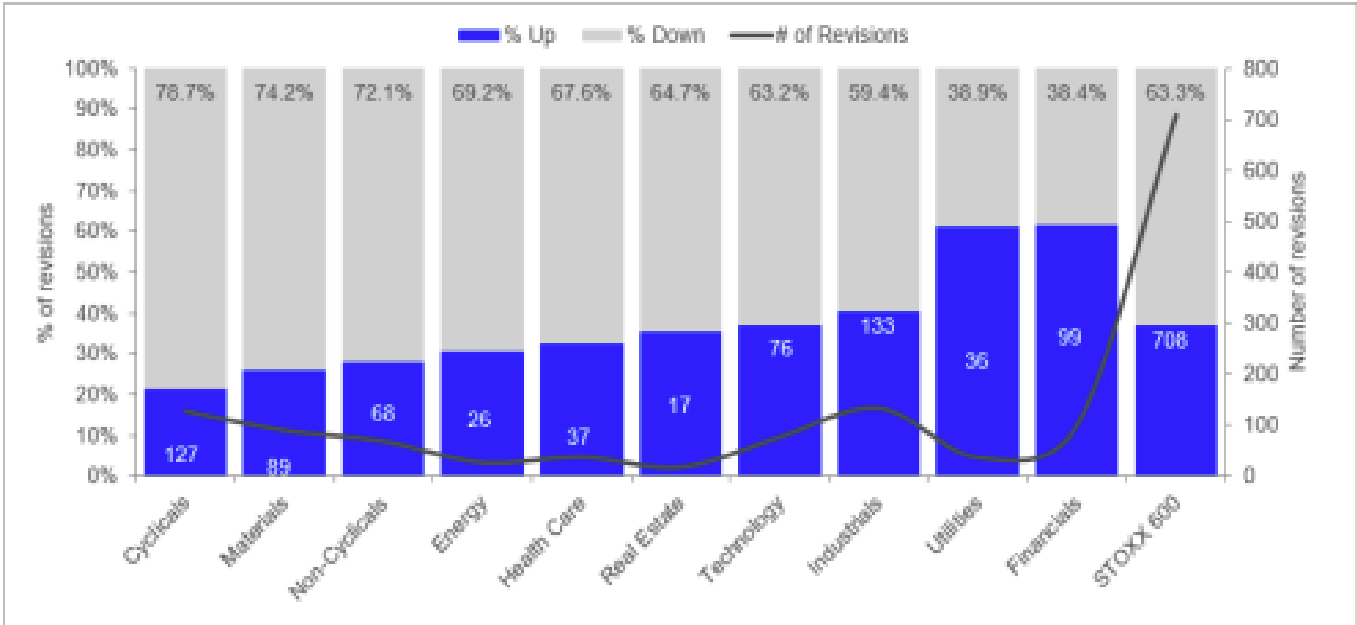
Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S

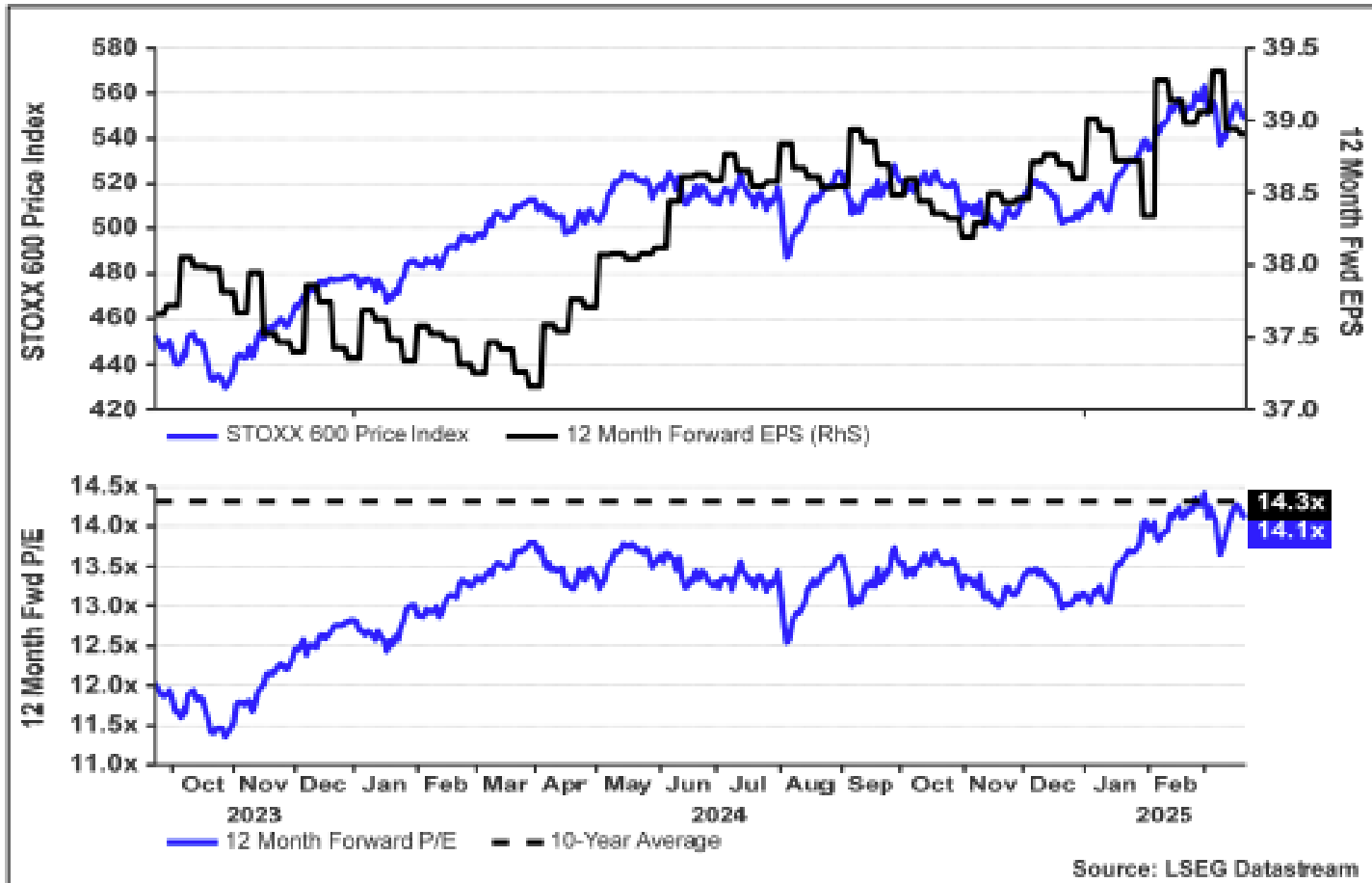
ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: EUROPA

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 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.

Factores de corto plazo

(Factor bajista) – Goldman Sachs recorta su previsión de precios del petróleo para 2025-2026, que justifica por la ralentización en el crecimiento de la demanda y en la oferta de la OPEP. El banco de inversión Goldman Sachs (GS) prevé que el Brent cotizará a final de año a 71 USD/barril, 5 dólares por debajo de su previsión anterior, y que el WTI lo hará a 67 USD/barril. El recorte también afecta a su previsión de precio medio para 2026, que reduce a 68 USD/barril y 64 USD/barril, respectivamente. Ante la previsible ralentización del crecimiento del PIB de EE.UU., GS estima ahora que el crecimiento de la demanda de petróleo en 2025 será de sólo 0,9 millones de barriles diarios (Mbdp), frente a los 1,1 Mbdp previstos anteriormente. El banco de inversión añadió que esperaba una oferta de la OPEP+ algo mayor y que los aumentos de producción comenzarían en abril en lugar de en julio.

(Factor bajista) – El crudo Brent podría abaratarse frente al de los Urales y el Dubái si se alcanzase un acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania. Las conversaciones entabladas hacen pensar que un mayor volumen de crudo de los Urales podría llegar a Europa, un mercado que ha estado en gran medida vedado al crudo ruso desde la invasión de Ucrania en febrero de 2022. Según Onyx Capital Advisory, el Brent podría abaratarse respecto al Dubái si las refinerías europeas incorporasen crudo ruso para elevar la producción de diésel. Los contratos a plazo sobre el Brent reflejan el valor de la entrega física de crudo ligero del Mar del Norte, con la opción de entregar en su lugar crudo WTI Midland. Platts Dubái es la referencia para los crudos medios pesados de Oriente Medio. Los analistas de Renaissance Capital estiman que un eventual levantamiento de las sanciones impuestas por EE.UU. al sector petrolero ruso podría implicar la eliminación de las restricciones a la gran mayoría de petroleros afectados que transportan crudo ruso. «Esto reduciría los costes de transporte y, en consecuencia, los descuentos sobre el crudo ruso en unos 5 USD/barril», según la nota publicada el 11 de marzo.

(Factor bajista) – La OPEP+ empezará a eliminar gradualmente recortes de producción a partir de abril. Revertir recortes acordados que ascendían a unos 2,2 millones de barriles diarios podría añadir al mercado más crudo amargo de Oriente Medio y lastrar los precios del petróleo dubaí.

(Factor bajista) – Qatar siguió los pasos de Arabia Saudí al recortar el precio del crudo al-Shaheen para las entregas de mayo, lo que refleja un mercado bien abastecido. El precio de los cargamentos de al-Shaheen para entregar en abril superaba la referencia regional en 3,50 USD/barril. Ahora Qatar se ha comprometido a entregar cuatro cargamentos a Vitol y otro a CNOOC con primas sobre la referencia de Dubái menores, de 1,17 USD/barril y 1,30 USD/barril, respectivamente. Qatar responde con esto a la decisión de Arabia Saudí a principios de mes de bajar por primera vez en tres meses el precio de su crudo. Estos recortes de precios reflejan un mercado petrolero bien abastecido como resultado del aumento de producción de la OPEP+, un factor que se suma a otros, como la creciente producción de petróleo de esquisto en EE.UU., que no dejan de presionar a la baja los precios del petróleo.

(Factor bajista) – Consecuencias de la guerra comercial. La Agencia Internacional de la Energía (IEA/AIE) afirma que la guerra comercial iniciada por EE.UU. previsiblemente erosionará la demanda de petróleo este año, lo que se unirá a los aumentos de producción de la OPEP+.

(Factor bajista) – Los suministros de petróleo de la saudí Aramco a China serán los menores de los últimos 10 meses. Se trata de una señal clara de que a la economía china le está costando despegar y permite además intuir la situación que realmente subyace al ingente estímulo previsto en China y a la urgencia de Pekín por aplicar estímulos fiscales.

(Factor neutral) – China muestra un modesto crecimiento económico a principios de 2025. Los principales indicadores chinos correspondientes a los meses de enero y febrero reflejaron en su mayoría más fortaleza de lo esperado, registrándose por ejemplo un aumento de la producción industrial del 5,9% interanual. Las ventas minoristas repuntaron, pese al aumento del desempleo y el descenso de la producción industrial, gracias al respaldo de Pekín a los consumidores. Esto pone de manifiesto las tensiones de una economía que en el ámbito comercial afronta más presiones procedentes de Estados Unidos. Los dirigentes chinos mantienen el objetivo de crecimiento económico para 2025 «en torno al 5%», que los analistas consideran difícil de alcanzar debido a las presiones sobre las exportaciones, la tibia demanda de los hogares y la prolongada crisis inmobiliaria.

(Factor alcista) – Exportaciones de crudo ruso a la India. Según Reuters, las importaciones de petróleo ruso por parte de la India se recuperaron en marzo al retornar a niveles cercanos a los habituales tras llevar 3 meses a la baja.

(Factor alcista) – El presidente de Irán a Trump: «No hay nada que negociar: haz lo que te dé la gana». Un día después de que Trump dijera que había enviado una misiva instando a Irán a entablar conversaciones sobre un nuevo acuerdo nuclear el líder supremo de Irán, el ayatolá Ali Jamenei, afirmó que Teherán no se dejaría intimidar para negociar. Trump ha reinstaurado la campaña de «máxima presión» que aplicó en su primer mandato presidencial para aislar a Irán de la economía mundial y reducir a cero sus exportaciones de petróleo.

Factores a largo plazo

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

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

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



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

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

Evolución de las reservas exteriores del Banco Popular de China (PBoC) (2015-2024). La composición de la cartera de reservas internacionales de China se modificó notablemente entre 2015 y 2024. Las reservas de divisas, excluido el oro, se redujeron de 4 billones de USD a 3,256 billones de USD, una disminución neta de 744.000 millones de USD. Esto apuntaría a salidas de capital, intervenciones en los mercados de divisas o reasignaciones estratégicas de los activos de reserva. Por lo que respecta a las reservas de oro, se incrementaron de 34 millones de onzas a 73 millones de onzas, un aumento neto de 40 millones de onzas; una inversión que, a un precio medio de adquisición de 1.800 dólares por onza, asciende a unos 72.000 millones de USD. Esta estrategia fue el principal impulsor de la cotización del oro en el último año y está en consonancia con la estrategia general del PBoC de reducir el apoyo al mercado de deuda estadounidense y, por ende, al USD como moneda de reserva. Sin embargo, esta recomposición de cartera hacia el oro tiene unos límites lógicos, ya que ningún banco central debería concentrar cantidades excesivas de un activo ilíquido. Antes bien, las reservas deberían asignarse principalmente a los activos de deuda más líquidos y estables del mundo que, en nuestra época, vienen siéndolo los bonos del Tesoro estadounidense. Desviarse de esta ortodoxia entraña riesgo para las reservas, así como para la capacidad del banco central de responder ante quienes necesitan mantener divisas extranjeras.

En el marco de los cuatro cuadrantes el escenario proyectado aún es favorable. El escenario óptimo para el oro sería aquel en que se combinaran recesión y cierta inflación (estancamiento), mientras que el proyectado corresponde al cuadrante en que coinciden cierta expansión económica e inflación (auge inflacionista). Aun no siendo el mejor, este escenario favorece con todo al oro, sin llegar la revalorización del metal áureo a superar a la renta variable. La evolución del precio del oro también depende de otros factores; como la decisión del PBoC de ir desplazando al USD en sus reservas estratégicas, lo que actualmente favorece al oro.

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

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 vs el UST. El oro, al igual que los bonos del Tesoro de EE.UU., es un activo antifrágil. Los inversores deben decidir cuál mantener como protección ante la inestabilidad del mercado, en función de cuál se espere que tenga mejor comportamiento en momentos de *shock*. Esto dependerá de su oferta relativa: el activo más escaso tenderá a superar al otro. Mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo bonos del Tesoro y con ello elevando su oferta, el oro se destacó en rendimiento. Sin embargo, ahora que la Fed está ralentizando QT y reduce 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. Más a largo plazo, una vez que QT finalice definitivamente (posiblemente en 2028), la oferta de USTs volvería a ser limitada, lo que favorecería a los bonos del Tesoro como activo refugio y relegaría al oro a un segundo plano en rentabilidad.

El oro en términos reales. Dado el valor del deflactor mundial (1,26462 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 2.471 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 92,39x, todavía por encima de su media de 20 años de 69,35 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 2.345 USD/oz.

El oro frente al paladio. La ratio oro/paladio, situada en 3,11x, 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 1.533 USD/oz.

Ratio entre oro y petróleo. Actualmente en 43,48x, supera aún con creces su media de los últimos 20 años de 20,70x. 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 1.500 USD/oz para que esa relación siguiera cerca de su media de largo plazo.

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

Pasemos a los cuatro riesgos identificados para el recorrido alcista del oro. El alza del oro de 1976-1980 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocando una apreciación del USD. El *rally* de 1985-1988 terminó cuando Alemania se retiró del acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir (y, con ellos, el USD). En el período 2001-2011 (cuando la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz a 1.800 USD/oz), la política de «cañones y mantequilla» de George W. Bush estimuló alzas en países de mercados emergentes, que se convirtieron en los nuevos compradores de oro y duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011. Por tanto, las únicas cuatro amenazas para el mercado alcista del oro parecen ser: 1) tipos nominales más altos; 2) aumento de los tipos reales; 3) apreciación del USD; y 4) pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes. Determinemos, en relación con cada uno de estos riesgos, su capacidad efectiva de atajar en seco el repunte del oro.

A la luz de lo anterior, y sabiendo que cuando el oro entra en un mercado alcista suele cobrar autonomía durante bastante tiempo, y que el alza solo termina al enfrentarse a tipos nominales más altos, una apreciación del USD o mayores tipos reales, parece razonable emitir cierta señal de advertencia en el sentido de que **podríamos estar cerca de un giro a la baja en la tendencia del oro.**

- 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.

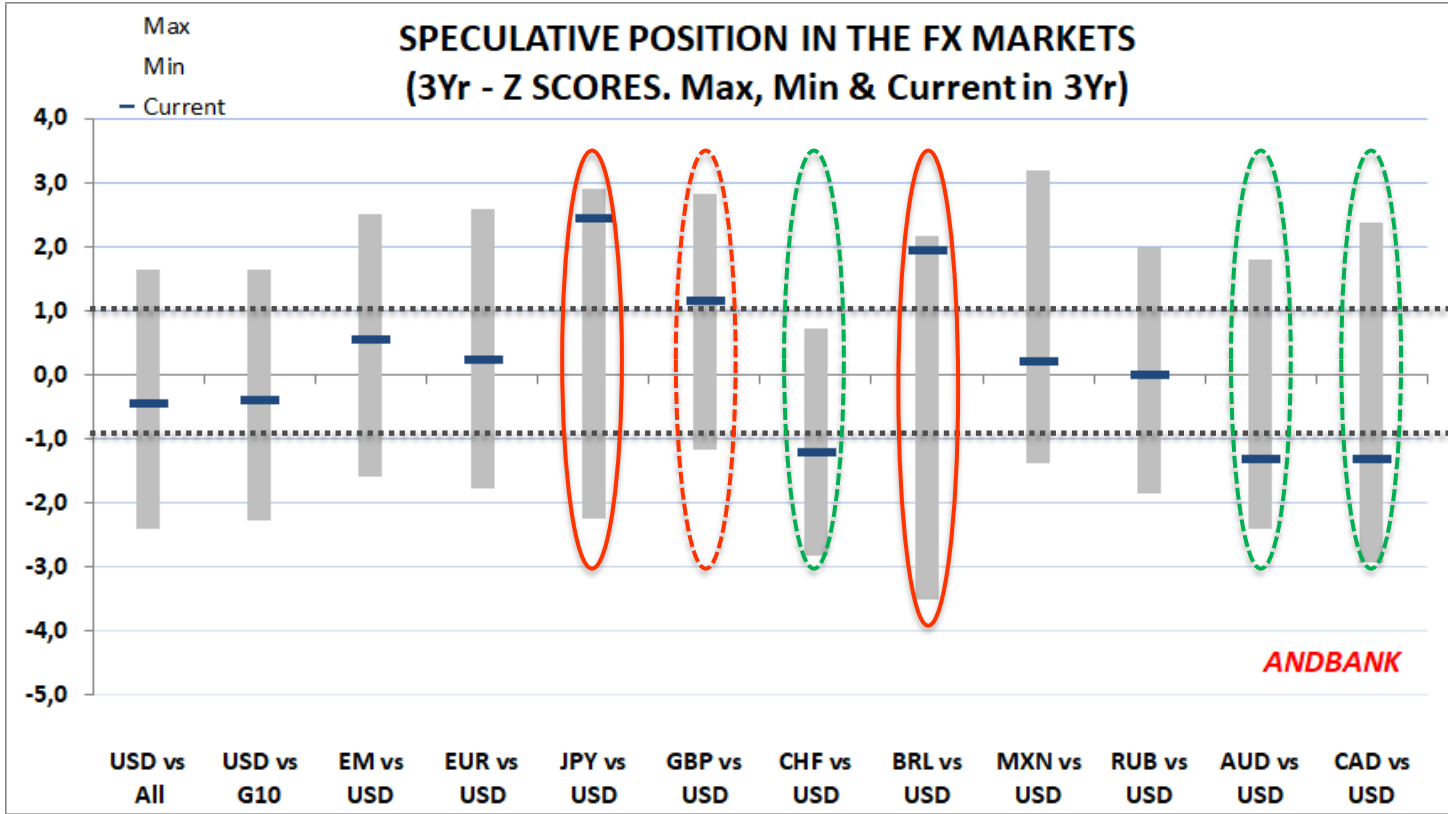
- Riesgo n.º 3: Aumento en los tipos reales (riesgo BAJO). Incluso si los tipos nominales subiesen, la única forma en que cabría experimentar un aumento en los tipos de interés reales sería por el colapso de la tasa de inflación. Tal resultado deflacionario podría desencadenarse por un colapso permanente 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: Pérdida de impulso (riesgo BAJO). Los mercados alcistas del oro suelen cobrar autonomía durante un tiempo y el oro ha cobrado 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.

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	-3,40	-18,72	35,2	-28,2	5,3	-0,44
USD vs G10	-1,22	-17,28	34,8	-25,4	6,3	-0,40
EM	2,18	1,44	3,9	-0,8	1,4	0,56
EUR	8,84	12,18	23,4	-9,9	6,2	0,25
JPY	10,46	2,40	11,3	-15,0	-5,8	2,45
GBP	3,58	3,23	7,8	-6,5	-0,4	1,17
CHF	-5,33	0,20	0,2	-6,0	-3,1	-1,21
BRL	0,71	0,67	0,7	-0,8	-0,1	1,95
MXN	1,47	0,77	3,3	-0,5	1,3	0,22
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-4,88	-1,99	6,1	-5,2	-0,6	-1,30
CAD	-9,07	0,56	6,1	-13,2	-2,1	-1,31

ANDBANK



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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD	Current Price	Andbank's Target Price Year End	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-4,1%	-4,6%	5.612	6.537	16,5%
	Europe - Stoxx Europe 600	-4,1%	6,4%	540	582	7,8%
	SPAIN - IBEX 35	-0,9%	14,3%	13.255	13.200	-0,4%
	MEXICO - MXSE IPC	0,8%	6,0%	52.484	62.400	18,9%
	BRAZIL - BOVESPA	6,1%	8,3%	130.260	140.250	7,7%
	JAPAN TOPIX	-2,5%	-4,4%	2.662	2.962	11,3%
	China SSE Comp. A share	0,9%	-0,1%	3.509	3.163	-9,9%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-1,0%	2,8%	2.012	1.989	-1,2%
	INDIA - SENSEX	4,0%	-2,7%	76.008	83.600	10,0%
	VIETNAM - VN Index	0,6%	4,0%	1.317	1.517	15,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,1%	1,0%	603	692	14,8%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,2%	4,3%	4,18	4,75	-0,4%
	UK 10 year Gilt	-0,1%	0,7%	4,62	4,75	3,5%
	German 10 year BUND	-1,3%	-1,9%	2,68	3,10	-0,7%
	Japanese 10 year Govie	-0,6%	-3,0%	1,49	1,50	1,4%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,2%	3,30	3,85	-1,1%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,6%	-1,2%	3,78	4,35	-0,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	-1,3%	-2,1%	3,18	3,60	-0,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,4%	-2,0%	2,95	3,50	-1,5%
	Greece - 10yr Gov bond	-1,3%	-1,5%	3,44	4,10	-1,8%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	0,5%	63,20	65	2,9%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,8%	0,2%	326,41	360	4,6%
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	0,9%	61,42	75	4,6%
	Credit USD HY - CDX HY	-1,2%	0,1%	376,38	450	6,0%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-40,8%	-25,2%	31,09	30,00	39,8%
	Russia - 10yr Gov bond (local)	1,2%	3,8%	15,11	25,00	-64,0%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	-0,6%	-1,1%	1,85	1,25	6,7%
	India - 10yr Gov bond (local)	1,8%	3,1%	6,57	6,25	9,1%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	1,2%	2,7%	2,59	2,50	3,3%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	1,9%	6,95	5,75	16,5%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	1,5%	2,69	2,75	2,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,9%	1,56	2,50	-6,0%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	0,6%	1,6%	6,06	5,00	14,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	0,4%	1,2%	3,77	3,00	9,9%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	1,3%	2,0%	2,05	1,75	4,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	1,2%	1,2%	2,96	4,00	-5,3%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	1,6%	11,2%	9,34	10,00	4,0%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,4%	4,9%	6,27	6,75	2,4%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,5%	4,0%	15,09	14,75	17,8%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,4%	5,5%	6,60	7,50	-0,6%
Commodities	Oil (WTI)	4,3%	-0,7%	71,3	70,00	-1,9%
	GOLD	7,3%	17,6%	3.131,9	2.400	-23,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	3,2%	4,5%	1,08	1,05	-3,0%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,9%	3,4%	1,29	1,29	-0,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,3%	1,1%	0,84	0,81	-2,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	-1,7%	-2,8%	0,88	0,87	-1,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,5%	1,6%	0,95	0,91	-4,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,1%	-4,8%	149,65	155,0	3,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	3,3%	-0,5%	161,98	162,8	0,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,0%	-1,6%	20,48	21,00	2,5%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,3%	2,9%	22,17	22,05	-0,5%
	USDBRL (price of 1 USD)	-3,1%	-7,7%	5,70	5,80	1,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	0,0%	-3,6%	6,17	6,09	-1,3%
	USDARS (price of 1 USD)	0,9%	4,2%	1.073	1.000	-6,8%
	USDINR (price of 1 USD)	-2,0%	0,0%	85,53	86	0,5%
	CNY (price of 1 USD)	-0,2%	-0,4%	7,27	7,50	3,2%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

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.