

ECONOMÍA Y MERCADOS FINANCIEROS

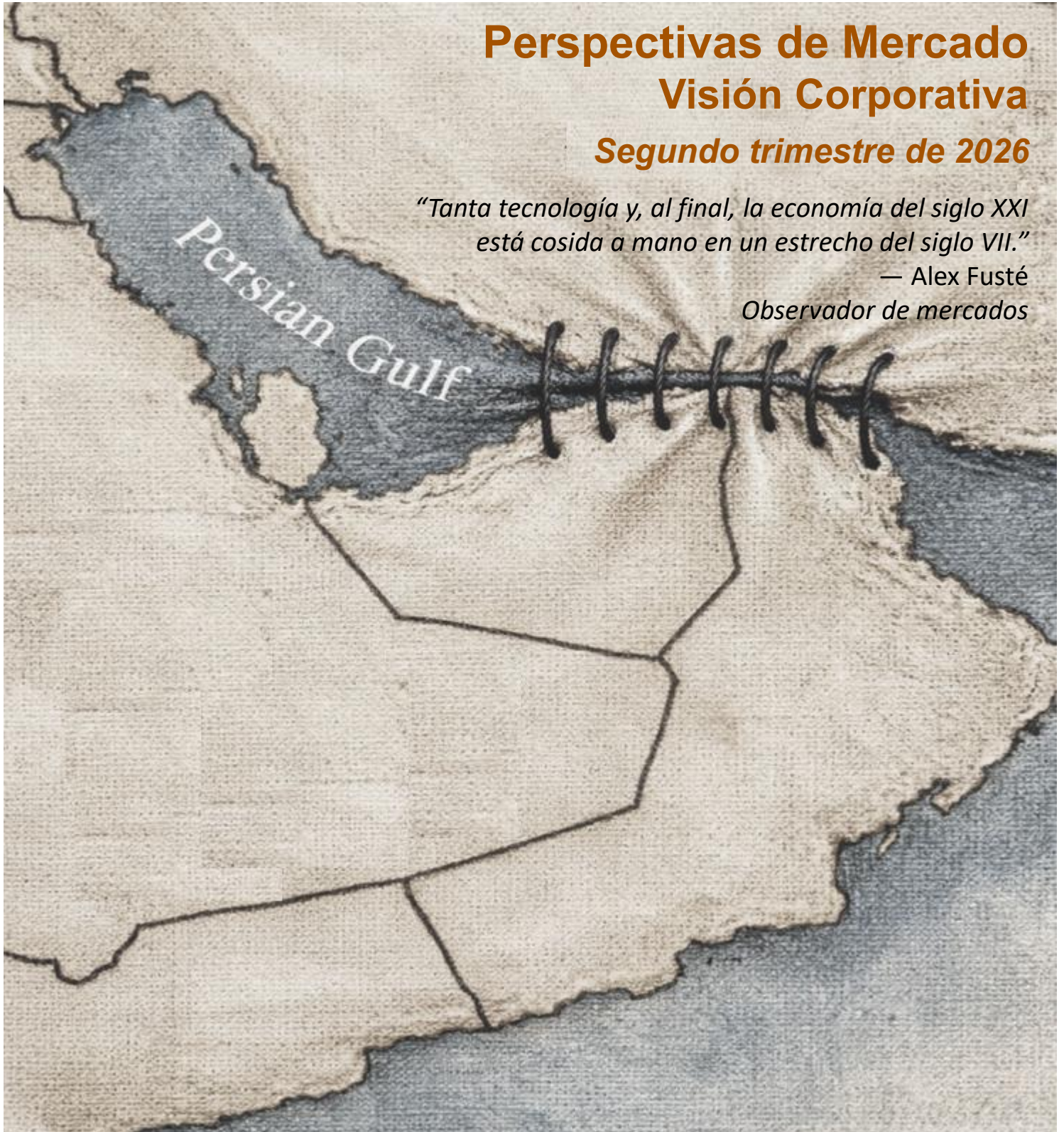
ANDBANK
Private Bankers

Opinión corporativa – Segundo trimestre de 2026

Perspectivas de Mercado Visión Corporativa Segundo trimestre de 2026

*“Tanta tecnología y, al final, la economía del siglo XXI
está cosida a mano en un estrecho del siglo VII.”*

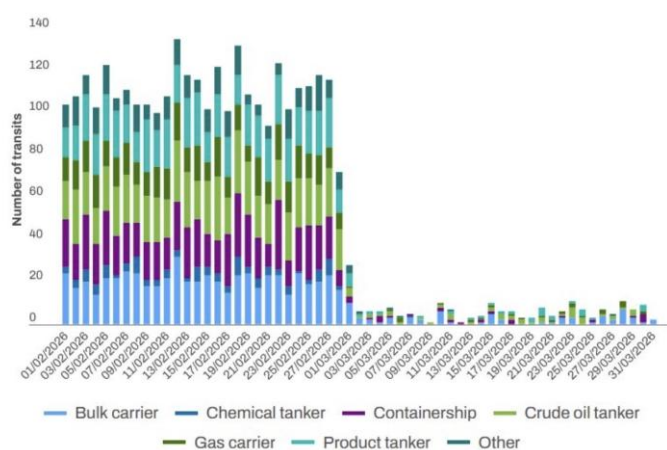
— Alex Fusté
Observador de mercados



RESUMEN EJECUTIVO

GRÁFICOS DEL MES

Strait of Hormuz daily traffic by sector



Europe energy sector relative performance

Relative index, 23 February 2022 = 100



Source: LSEG Datastream / ANDBANK



Página 2

RENTA VARIABLE

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	-4,6%	-4,1%	6.567	7.095	8,0%
Europe - Stoxx Europe 600	-4,4%	0,6%	596	602	1,0%
SPAIN - IBEX 35	-1,9%	1,3%	17.537	18.360	4,7%
MEXICO - MXSE IPC	-2,0%	7,6%	69.203	72.399	4,6%
BRAZIL - BOVESPA	-1,0%	16,3%	187.389	180.000	-3,9%
JAPAN TOPIX	-5,8%	7,7%	3.671	3.846	4,8%
China SSE Comp. A share	-5,6%	-0,5%	4.140	4.241	2,4%
CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-6,1%	1,8%	2.577	2.757	7,0%
INDIA - SENSEX	-8,9%	-14,2%	73.134	81.206	11,0%
MSCI EM ASIA (in USD)	-13,2%	-1,8%	761	823	8,0%

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

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-1,8%	-0,1%	4,31	4,50	2,8%
UK 10 year Gilt	-3,5%	-1,8%	4,84	4,75	5,5%
German 10 year BUND	-2,1%	-0,5%	3,00	3,00	3,0%
Japanese 10 year Govie	-1,7%	-1,3%	2,29	2,25	2,6%
Spain - 10yr Gov bond	-2,5%	-0,8%	3,48	3,60	2,5%
Italy - 10yr Gov bond	-3,7%	-1,9%	3,85	3,75	4,7%
Portugal - 10yr Gov bond	-2,6%	-1,5%	3,42	3,40	3,6%
Ireland - 10yr Gov bond	-1,9%	-1,2%	3,23	3,30	2,7%
Greece - 10yr Gov bond	-3,7%	-2,0%	3,76	3,80	3,4%
Credit EUR IG - Itraxx Europe	-0,2%	0,0%	71,37	60	3,1%
Credit EUR HY - Itraxx Xover	-2,2%	-2,2%	352,89	290	7,5%
Credit USD IG - CDX IG	0,1%	0,7%	63,15	75	4,1%
Credit USD HY - CDX HY	-1,2%	-0,3%	385,44	400	7,2%

RENTA FIJA – MERCADOS EMERGENTES

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local)	-12,0%	-19,2%	30,28	30,00	32,5%
China - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	0,5%	1,81	1,75	2,3%
India - 10yr Gov bond (local)	-2,3%	-1,9%	7,03	6,00	15,3%
Singapore - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	0,7%	2,17	1,75	5,5%
Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,0%	-2,9%	6,64	6,00	11,7%
South Korea - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	-1,7%	3,59	3,00	8,3%
Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-0,8%	1,49	2,50	-6,6%
Philippines - 10yr Gov bond (local)	-6,1%	-4,6%	6,74	5,75	14,7%
Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,1%	3,58	3,00	8,2%
Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,5%	2,05	1,25	8,5%
Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	-0,4%	4,27	4,25	4,4%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-3,9%	-0,7%	9,27	9,50	7,4%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,6%	-1,5%	6,17	6,50	3,5%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,4%	1,2%	13,96	13,50	17,6%
Brazil - 10yr Govie (USD)	2,7%	-1,1%	6,33	6,50	5,0%

MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS

Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	40,0%	73,0%	99,3	85,00	-14,4%
GOLD	-6,4%	6,3%	4.758,5	4.500	-5,4%
EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	-1,0%	1,16	1,15	-1,1%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,6%	-1,1%	1,33	1,34	0,6%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,1%	0,1%	0,87	0,86	-1,6%
USDCHF (price of 1 USD)	1,7%	0,0%	0,79	0,79	-0,3%
EURCHF (price of 1 EUR)	1,1%	-1,1%	0,92	0,91	-1,4%
USDJPY (price of 1 USD)	0,8%	1,2%	158,53	150,0	-5,4%
EURJPY (price of 1 EUR)	0,2%	0,1%	184,24	172,5	-6,4%
USDMXN (price of 1 USD)	3,1%	-1,0%	17,83	18,50	3,7%
EURMXN (price of 1 EUR)	2,5%	-2,0%	20,71	21,28	2,7%
USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-5,9%	5,16	5,40	4,7%
EURBRL (price of 1 EUR)	-0,8%	-6,8%	5,99	6,21	3,6%
USDARS (price of 1 USD)	-0,8%	-4,7%	1.383	1.300	-6,0%
USDINR (price of 1 USD)	1,9%	3,8%	93,28	91	-2,6%
CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-0,02	6,87	7,00	1,9%



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 3

EE.UU.

¿Cómo gestionar en un entorno sin anclajes?

Mercado rehén de un titular

En un entorno donde la política exterior se comunica a golpe de declaración cambiante, el mercado ha pasado de descontar una guerra breve a un shock prolongado... y de vuelta (ahora) una resolución rápida. El presidente Trump oscila entre la desescalada inminente y la amenaza de intensificación total, todo en cuestión de horas, mientras sobre el terreno incrementa el despliegue militar. Irán, lejos de quedar neutralizado, conserva palancas de disuasión suficientemente creíbles como para impedir el tráfico marítimo y, con ello, prolongar el shock energético más allá de lo inicialmente estimado. El resultado es un mercado que alterna pánico y euforia con una disciplina difícilmente compatible con la gestión racional del riesgo. En este contexto, pretender construir convicciones estructurales estables resulta, sencillamente, poco realista. Las decisiones quedan subordinadas al titular, y el titular, a su vez, a una narrativa volátil. Nuestra respuesta es evitar cambios estructurales de calado. Optamos por ajustes tácticos, guiados estrictamente por datos observables (no por declaraciones contingentes) y evitamos grandes movimientos estratégicos que puedan comprometer el performance relativo de las carteras. No es momento para grandes apuestas direccionales, pues no son tiempos de alta convicción. Cuando el marco cambia cada semana, la prudencia deja de ser una opción y pasa a ser la única estrategia sensata. Por ello los movimientos serán dentro de cada asset class (quizás para adoptar un sesgo defensivo) o entre asset class (pero con un límite de peso en el movimiento que no exceda el 10%).

Perspectivas macroeconómicas

Datos recientes apuntan a que la economía estadounidense aún aguanta el tipo, pero cada vez resulta más difícil ignorar una serie de factores adversos. El riesgo inmediato reside en la duración del shock energético global provocado por el conflicto en Oriente Medio. Lo que inicialmente se esperaba que fuera un episodio breve ha entrado ya en su quinta semana, con la situación replanteándose a medida que el conflicto se prolonga. Los precios del petróleo se han tensionado hasta tal punto que hemos visto el salto mensual en el precio más agresivo en toda la historia de las series, suscitando mucha inquietud en la inflación y en las curvas de tipos de interés (y por ende, en el coste de funding). No hace falta decir que cuanto más persista el conflicto, más probable será el traslado del impacto a beneficios y precio de los activos. También complicará las perspectivas de política monetaria. Mientras tanto, el informe de empleo de febrero supuso un revés inesperado, reavivando la pérdida de 92.000 puestos de trabajo en el sector no agrícola la preocupación por un posible debilitamiento del mercado laboral. Esto, unido al aumento del coste de la energía, añade nuevas incertidumbres sobre la trayectoria de los negocios. En cuanto a la Fed, los mercados descuentan escenarios que se van alternando rápidamente. En un momento dado descuentan tanto dos bajadas como una única bajada de tipos en 2026, o incluso alguna subida, lo que pone de manifiesto que no hay ancla. También existe un elemento de incertidumbre política ligado al próximo cambio en la presidencia de la Reserva Federal. El mandato de Jerome Powell finaliza a mediados de mayo y son muchos quienes consideran que Kevin Warsh, su probable sucesor, podría conllevar otro tono de la Fed; si bien es no sería prudente encasillar a Warsh en el lado de los "Dovish" dada su reputación beligerante ante presiones inflacionistas.

Política de la Fed: Powell no ve necesario por ahora subir los tipos de interés por la guerra en Irán

Jerome Powell se mostró conciliador con el mercado en su última comparecencia consideró este lunes que la actual política monetaria de la entidad que dirige está en una "posición adecuada" para afrontar el encarecimiento del crudo y otros efectos de la guerra en Irán, los cuales insistió en que deben encararse con paciencia por el momento debido a que las crisis energéticas tienden a ser repentinas y fugaces. "Las crisis energéticas han tendido a aparecer y desaparecer con bastante rapidez, y, como es bien sabido, la política monetaria opera con plazos largos y variables". Powell puntualizó que EE.UU. está saliendo aún de un lapso de presiones inflacionarias motivadas por la agresiva política comercial del Gobierno del presidente Donald Trump, aunque insistió en que se trata de una tendencia mucho más breve y débil que la vista en la pospandemia.

Mercados de renta fija

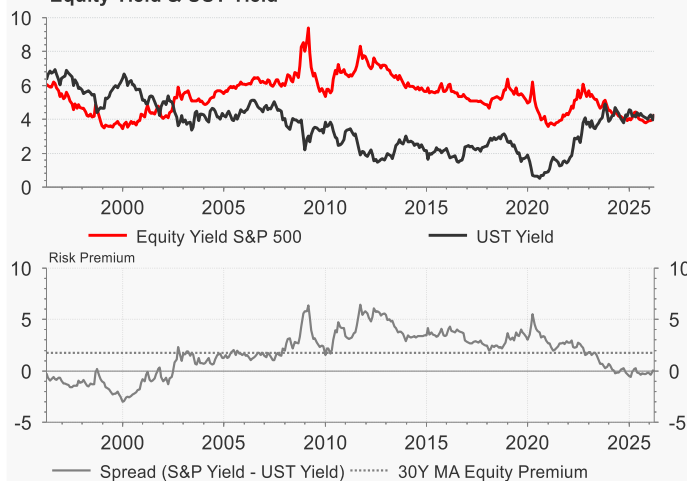
Los mercados de renta fija respondieron con un notable aumento de la volatilidad, sobre todo en el extremo largo de la curva de vencimientos, lo que supuso una caída significativa en los precios y tuvo un claro impacto en las carteras sensibles a la duración. Esta evolución de los bonos se mantendrá si las expectativas de mayor inflación, vinculadas al alza de los precios del petróleo, perduran. Resulta algo inusual el despliegue de tal dinámica en un entorno de incertidumbre geopolítica y de apreciación del dólar. Los mercados de deuda corporativa también se debilitaron, con un aumento de diferenciales en los segmentos de grado de inversión (IG) y alto rendimiento (HY), y de forma más notable en la deuda de mercados emergentes. Como es habitual en períodos de tensión, las condiciones de liquidez se han deteriorado. Las mesas de trading de los principales bancos sitúan el ritmo de operaciones en un 2/10, con un sesgo vendedor del 5%. El segmento de crédito privado no ha dejado de generar preocupación. En particular conviene seguir atentos a las sociedades de desarrollo empresarial (BDC), que afrontan un creciente escrutinio por sus prácticas de valoración y transparencia, al tiempo que van a más las presiones de los inversores para obtener reembolsos.

US price-to-earning ratio
S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Mercados de renta variable

Los mercados de renta variable muestran cierta capacidad de resistencia pese al aumento de la incertidumbre. Aunque la volatilidad se ha intensificado y se han producido distorsiones importantes, los índices generales sostuvieron relativamente bien los niveles (situados aún no muy lejos de máximos históricos). Algunos bancos comienzan ya a revisar sus estimaciones de crecimiento en beneficios. Es lógico. Nosotros también debemos incorporar una nueva realidad que nada tiene que ver con el contexto en el que establecimos nuestras previsiones para 2026. El mundo ha cambiado, y de forma significativa. Esta revisión implica reducir el ritmo de crecimiento en EPS al 10% (lo teníamos al 11%, ya de por sí conservador, pues el consenso era del 14%). Eso nos dejaría con un EPS 2026 de \$298 para el S&P. También rebajamos el PE TTM a diciembre hasta 24 (desde 26). EL resultado es un nuevo precio objetivo para el S&P500 de 7.100 (desde los 7.800 iniciales).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): SOBREPONDERAR

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

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

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 4

EUROPA

La marcha de los activos dependerá de la duración del shock energético.

Energía cara, mercado frágil

Europa afronta este episodio de riesgo global sin red energética propia. El shock no es simétrico: Asia, estructuralmente dependiente, está tensionando la demanda con ofertas agresivas sobre el crudo europeo, desplazando parte de la demanda en el acceso al petróleo. El resultado es un encarecimiento relativo inmediato de la energía para el bloque europeo, con impacto directo en márgenes, competitividad relativa y expectativas de crecimiento. Si Donald Trump, como acaba de sugerir, opta por una retirada sin garantizar la apertura efectiva del estrecho de Ormuz, el régimen iraní saldrá claramente reforzado y no sabemos si con capacidad para imponer condiciones de tránsito más gravosas. Esto implicaría una prima estructural sobre el coste energético global, difícil de arbitrar. En el actual escenario de tensión con Europa, no puede descartarse que EE.UU. limite temporalmente sus exportaciones energéticas para contener precios domésticos. El precedente existe —China ya lo hizo— y el incentivo político es evidente en un año electoral. El riesgo de un desacople energético entre EE.UU.-Europa dejaría al bloque en clara desventaja competitiva, con implicaciones severas para sus mercados financieros. En este contexto, el equity europeo queda particularmente expuesto a compresión de múltiplos y revisiones a la baja de beneficios. No obstante, nuestra lectura es prudente en un mercado sin anclaje, y altamente cambiante: evitar grandes movimientos estructurales (en ausencia de convicción) y priorizar ajustes tácticos dentro y entre activos; eso sí, con sesgo defensivo y límites en los cambios de Asset Allocation.

Estimaciones preliminares

En un escenario grave pero contenido (Brent a 100 USD/barril varios trimestres, antes de bajar a 60 dólares finalizado el conflicto, y cotización del gas en el mercado TTF en torno a 60 EUR/MWh hasta el tercer trimestre, para retornar gradualmente a mediados de 2027 a niveles previos a la guerra), el crecimiento de la eurozona se debilitaría significativamente, pero aún podría evitar una recesión. La inflación probablemente tocaría techo en este caso ligeramente por encima del 3% interanual. En un escenario más adverso que implicase el bloqueo prolongado del estrecho de Ormuz (con Brent a 110 USD y TTF a 100 EUR/MWh) no cabe descartar una recesión y la inflación podría rondar el 5% interanual. Las medidas fiscales para amortiguar el impacto de los mayores costes energéticos podrían ser más limitadas que durante la crisis energética de 2022-2023, por lo que en esta ocasión la carga recaería en mayor medida sobre los hogares y la industria.

ECB

A partir de las intervenciones de las últimas horas por parte de distintos miembros del European Central Bank, se aprecia un claro endurecimiento del tono y una creciente inquietud sobre el impacto del conflicto con Irán en el escenario macro europeo. En primer lugar, emerge la idea de que el escenario adverso podría estar convirtiéndose en el nuevo escenario central (idea se desprende principalmente de las declaraciones de Bostjan Vasle Dolenc). La combinación de shock energético y tensiones políticas que deriven en tensiones arancelario amenaza con reavivar dinámicas inflacionistas que Europa creía ya encauzadas. En segundo lugar, preocupa especialmente el anclaje de las expectativas de inflación. Varios miembros alertan de que el recuerdo reciente de alta inflación puede acelerar los efectos de segunda ronda, trasladándose con mayor rapidez a salarios y precios, lo que obligaría al banco central a reaccionar con mayor prontitud. En este contexto, gana peso la probabilidad de nuevas subidas de tipos en los próximos trimestres; en la medida en que el encarecimiento de la energía derivado del conflicto se consolide como un factor persistente. Asimismo, el BCE reconoce que un conflicto prolongado —o daños adicionales en infraestructuras energéticas— intensificaría las presiones inflacionistas y deterioraría simultáneamente el crecimiento, tensionando el delicado equilibrio entre estabilidad de precios y actividad económica. Finalmente, la institución se declara preparada para intervenir si fuera necesario con el objetivo prioritario de evitar un desanclaje de expectativas. En suma, el BCE se mueve hacia una postura más vigilante y potencialmente restrictiva, en un entorno donde el riesgo ya no es solo inflacionista... sino estanflacionario.

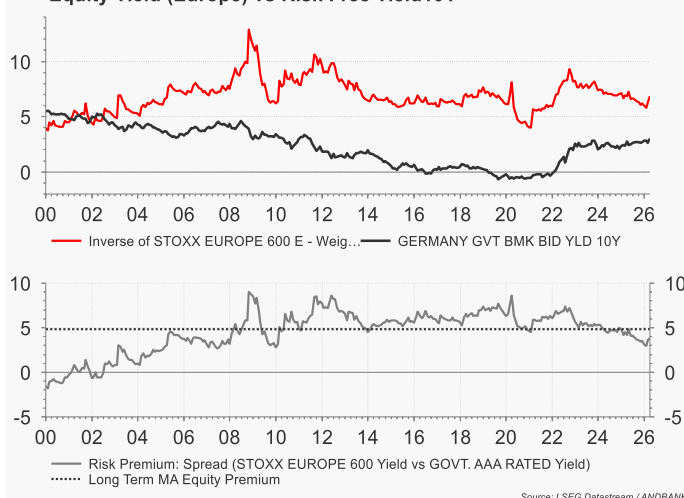
Mercados de renta fija

Los mercados de renta fija han reaccionado a los riesgos geopolíticos actuales en gran medida como se esperaba: los diferenciales de crédito se han ampliado, el extremo corto de la curva ha pasado de una tendencia a la relajación a otra de endurecimiento, y el extremo largo no ha prestado su habitual apoyo como activo refugio. En las últimas semanas se han suscitado preocupaciones sobre la deuda privada, que está lastrando el rendimiento del sector financiero. Por el momento los diferenciales siguen relativamente contenidos y los puntos de tensión parecen idiosincráticos. Sin embargo, este segmento merece un seguimiento atento, sobre todo considerando el notable aumento de peticiones de reembolso. Siendo poco probables nuevas subidas de tipos, mantenemos nuestros objetivos sin cambios. Dicho esto, en un escenario bajista más severo, los mercados de deuda de la UE «periféricos» y los diferenciales de crédito podrían sufrir renovadas presiones.

Mercados de renta variable

El impacto de las operaciones militares de EE.UU. e Israel contra Irán se ha hecho notar en los mercados europeos. El Stoxx 600 Price Index acumuló una caída del

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Euro area price-to-earnings



-9,58% desde que se iniciara el conflicto, si bien parece que ahora está recuperando con fuerza tras las esperanzas renovadas del fin del conflicto, y el YTD se sitúa ahora plano.

Revisando objetivos: Ya partíamos de una posición prudente en crecimiento de EPS para Europa (6%-7% vs. ~13% de consenso). Esa cautela no era táctica, sino de convicción: entendíamos que el mercado acabaría revisando a la baja. Las revisiones ya han comenzado y es razonable esperar convergencia hacia nuestro rango. Por coherencia interna, proponemos ajustar nuestra estimación al 4%-5%, incorporando un escenario de crudo en torno a 90 USD durante 3-4 meses. En ese contexto, el crecimiento quedaría explicado en gran medida por efecto divisa y cierto soporte fiscal. Ir más allá en los recortes de EPS —hacia crecimiento plano— implicaría ya un marco próximo a recesión, que no es, a día de hoy, el escenario central de la casa. Así, con una estimación de crecimiento de EPS del 4,5% y manteniendo un PER TTM de 16x, situamos nuestro precio objetivo para el Stoxx Europe 600 en 602 puntos (vs. 596 actuales).

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

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

- Perif.: NEUTRAL (IT 3,75%; ES 3,6%; PT 3,4%; IR 3,3%; GR 3,8%)

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

Deuda corporativa (iTraxx HY): NEUTRAL (diferencial objetivo: 290 pb)

Tipo cambio (EUR/USD): 1,15



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 5

CHINA

Menor apetito también en los mercados de China ante el riesgo provocado por las tensiones en Oriente Medio

EE.UU., que intentaba formar una coalición para abrir el estrecho de Ormuz y resolver la nueva crisis energética, se pregunta por la participación de China

La Casa Blanca esperaba anunciar un acuerdo con varios países para escoltar buques a través del estrecho, pero sus potenciales integrantes siguen debatiendo si esas operaciones comenzarían antes o después de que termine la guerra. La respuesta de China fue diplomática, y nada más. Pekín apeló a la distensión e instó a las partes a salvaguardar la estabilidad de los flujos energéticos mundiales y la libertad de navegación en el estrecho de Ormuz. China no ha mostrado hasta ahora intención alguna de unirse a una coalición de escolta naval liderada por EE.UU. En su lugar, ha puesto el enfoque en preservar un suministro estable de petróleo, al tiempo que mantiene una postura de neutralidad estratégica.

A primera vista podría sorprender que China, cuya economía depende en tan gran medida de los flujos de petróleo que transitan por el estrecho de Ormuz, no haya mostrado interés en unirse a una coalición naval que garantizase el paso, pero esto bien podría explicarse por el hecho de que los petroleros con rumbo a China apenas están afrontando obstáculos. Además, una parte cada vez mayor de estas transacciones se liquida en renminbi (yuan) y no en dólares, lo que reforzaría la preferencia de Pekín por mantener el statu quo en lugar de integrarse en un marco de seguridad liderado por EE.UU.

Geopolítica: se pospone la cumbre entre Trump y Xi

El presidente Trump afirmó que la reunión prevista con el presidente Xi en China podría retrasarse. Trump reiteró el llamamiento a Pekín para que contribuyese al desbloqueo del estrecho, enfatizó que el grueso de las importaciones de petróleo chinas lo atravesaba y señaló que «quería una respuesta» antes de la cumbre originalmente prevista para finales de marzo. China, por su parte, esperaba hasta el pasado viernes 13 que el viaje se realizara según lo previsto. Un experto chino en asuntos exteriores afirmó que Pekín se opondría a cualquier intento de vincular la visita de Estado de Trump a la posición de China ante la guerra contra Irán.

Lo originalmente previsto era que el secretario del Tesoro de EE.UU. Bessent, el representante comercial de EE.UU. Greer y el vicepresidente chino He Lifeng concluyesen negociaciones en París el lunes 16 sobre varias áreas de acuerdo en agricultura, minerales críticos y comercio pactado que sentarían las bases para la cumbre presidencial de finales de mes en Pekín. China, según algunas fuentes, al tiempo que mantenía el compromiso de importar 25 mill. de toneladas métricas de soja estadounidense en cada uno de los tres próximos años, mostró disposición a comprar más productos agrícolas estadounidenses, en particular aves de corral, carne de vacuno y cultivos distintos de la soja.

Desplome de las ventas de automóviles tras eliminarse las subvenciones

Según la Asociación China de Fabricantes de Automóviles (CAAM), en febrero las ventas mayoristas fueron de 1,8 millones de unidades, un 15% interanual menos. La habitual caída en la venta de vehículos en las vacaciones del Año Nuevo Lunar se agravó por la eliminación gradual de las subvenciones públicas. Las entregas de vehículos eléctricos e híbridos enchufables cayeron un 14%, hasta las 765.000 unidades. La menor demanda nacional se compensó con un incremento del 52% en las exportaciones de automóviles chinos el mes pasado.

Previo a la guerra, el año arrancó con un modesto repunte que no convenció a los mercados

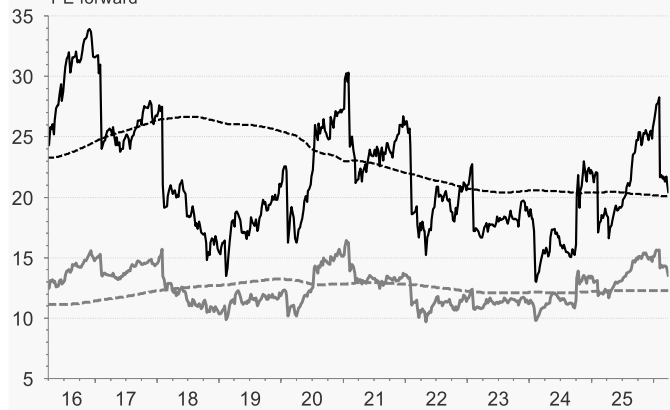
La reacción de los inversores ante unos datos de actividad mensual mejores de lo esperado, que mostraban que la economía había cobrado impulso en los primeros dos meses de 2026, antes de que estallara la guerra con Irán, fue apagada. El crecimiento de las ventas minoristas superó las expectativas (+2,8% interanual, frente al consenso del +2,1%; diciembre: +0,9%) y la producción industrial creció a su mayor tasa desde septiembre de 2025 (+6,3% interanual, frente al consenso del +5,0%; diciembre: +5,2%). La inversión acumulada en el año en activos fijos se tornó positiva (+1,8% interanual, frente al consenso del 4,2%; 2025: 3,8%), tras una racha a la baja por efecto del menor crecimiento de la industria manufacturera y en infraestructuras, al tiempo que la contracción de la inversión inmobiliaria se redujo drástica e inesperadamente. Las caídas en los precios de la vivienda nueva también se contuvieron algo respecto al mes anterior (-0,3% en febrero, frente al dato de enero: -0,4%; y -3,2% interanual, frente al -3,1% de enero). La concesión de crédito se redujo drásticamente, con nuevos préstamos en febrero por valor de 900.000 millones de CNY (previsión: 979.000 mill. de CNY; enero: 4,71 billones de CNY). El crecimiento de la cartera de préstamo fue del 6,0% interanual (consenso: +6,0%; mes anterior: +6,1%). El empleo se deterioró y llevó a la tasa de desempleo al 5,3% (consenso: 5,1%; diciembre: 5,1%). La oferta monetaria, medida por el agregado M2, aumentó un +9% interanual (consenso: +8,8%; mes anterior: +9%).

La curva de tipos de China, la más pronunciada desde 2022

El diferencial de rendimiento entre los bonos soberanos chinos a 2 y 10 años se amplió 2 pb, hasta los 52 pb, su nivel mayor desde 2022, tras una fase vendedora que empujó al alza los rendimientos a lo largo de la curva, siendo los valores con vencimientos más largos los más afectados. El repunte de los rendimientos a más largo plazo se atribuyó inicialmente a una mayor emisión de bonos a largo plazo, pero ahora se considera que la venta de bonos con vencimientos más largos se explica por el temor a la inflación. Una vez recuperada la confianza del mercado los rendimientos de los bonos se han mantenido recientemente bastante estables.

CHINA SSE & SHENZHEN Index - PE Ratio

PE forward



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

Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Chinese Equities Underperforms World & US indices

MSCI China vs MSCI Global and MSCI USA



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

Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Importaciones chinas de crudo procedentes de Oriente Medio

En total, el 50-55% de las importaciones de crudo de China proceden del Próximo Oriente, por lo que parte sustancial de sus suministros energéticos pasan por el estrecho de Ormuz o cerca de él. En un desglose rápido, con datos basados en estadísticas aduaneras chinas y en análisis del mercado energético (Center on Global Energy Policy de la Universidad de Columbia y estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía):

Arabia Saudí: 1,5–1,7 millones de barriles diarios (Mbd); Irán: 1,3–1,4 Mbd (a través de intermediarios); Irak: 1,1–1,2 Mbd; Emiratos Árabes Unidos: 0,7–0,8 Mbd; Omán: 0,6–0,7 Mbd; Kuwait: 0,3 Mbd; Qatar: 0,1 Mbd.

Crecimiento previsto del beneficio por acción (China continental)

Revisión de objetivos: Para el Shanghai SSE Index, revisamos el objetivo en EPS al +10% y el PE TTM a 15x, con un nuevo precio objetivo del 4421 (vs los 4100 actuales).

Para el Shenzhen Index, revisamos el objetivo en EPS al +14% y el PE TTM a 26x, con un nuevo precio objetivo del 2.757 (vs los 2.570 actuales)

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable: Shanghai, Shenzhen y Hang Seng: NEUTRAL

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

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 6

JAPÓN

Tentativas previas de repunte bursátil, con la atención en Oriente Medio. Los no residentes se tornan vendedores netos

Los datos de la Bolsa de Valores de Tokio (TSE) muestran que los inversores extranjeros fueron vendedores netos en la primera semana de marzo, tras los ataques de EE.UU. e Israel contra Irán, por un total de 745.600 millones de yenes (4.600 millones de USD). Este volumen de ventas netas, el mayor de los últimos cinco meses, puso fin a una sólida racha de compras netas que arrancó a principios de año. Fueron compradores netos, en cambio, inversores particulares y empresas; estas, por la continua recompra de acciones propias.

Mientras persista la incertidumbre geopolítica en Oriente Medio el dinamismo de la economía acaba quedándose en operaciones de cobertura de posiciones cortas

El índice de actividad del sector terciario de enero sorprendió al alza (+1,7%, frente al +0,9% del consenso; el dato anterior se revisó a +0,8%). Sin embargo, la mejora no da para alterar el panorama general del mercado: las ganancias responden más a cobertura de posiciones cortas que a una mayor confianza. El apetito por el riesgo sigue limitado por dos factores, a saber: la persistente incertidumbre geopolítica en Oriente Medio y una apretada agenda de reuniones de los bancos centrales, lo que limita el posicionamiento direccional. En este entorno la renta variable japonesa sigue cotizando de forma táctica, reaccionando a señales externas: la confianza tiende a mejorar cuando los mercados estadounidenses cierran al alza y los precios del petróleo se estabilizan. También se interpretan en positivo las noticias de buques que atraviesan el estrecho de Ormuz sin incidentes y declaraciones del Tesoro de EE.UU. indicativas de cierto grado de tolerancia hacia los flujos marítimos iraníes. Las señales de la AIE, de posible liberación de reservas estratégicas, también han tenido un leve efecto favorable. Dicho esto, el optimismo sobre un esfuerzo internacional coordinado para asegurar el estrecho se desvaneció debido al débil compromiso de los aliados. Persiste, en consecuencia, la fragilidad del mercado: cualquier repunte de precios del crudo se traduce rápidamente en presiones sobre la renta variable japonesa, lo que pone de manifiesto una marcada sensibilidad al factor energético y a la dinámica de riesgos procedentes del exterior.

Elevada exposición a la interrupción del suministro de energía a través de Ormuz

Japón es estructuralmente vulnerable por el lado del petróleo (elevada concentración, unida a dependencia de Ormuz); el riesgo asociado al gas, aunque no insignificante, es moderado gracias a la diversificación en el suministro. En concreto: Petróleo (crudo): el 90-95% es importado, en un 90% de Oriente Próximo (sobre todo desde Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Kuwait). El 80-90% de estos flujos transitan por el estrecho de Ormuz, lo que expone con fuerza a Japón a cualquier interrupción en la zona. Gas (GNL): Japón es el mayor importador mundial de gas natural licuado; aunque cuenta con un suministro diversificado (Australia: 35-40%, Catar: 10-15%, Malasia/Rusia/EE.UU.), los cargamentos cataríes pasan por Ormuz, lo que entraña una exposición parcial.

Debilidad estructural del yen en plenas tensiones por materias primas energéticas

El cruce USD/JPY refleja en líneas generales la evolución del índice del dólar. El techo de 160 yenes por dólar, reafirmado en intervenciones verbales recientes de Katayama, ministro de Finanzas, sigue considerándose el umbral para una posible intervención cambiaria. Dado que ese nivel ha estado tanteándose hace nada, Katayama expresó «grave preocupación» por una fuerte caída del yen frente al dólar en medio de las tensiones en Oriente Medio. Tras comprometerse a mantener la «vigilancia» y «agilidad» en las medidas políticas para apuntalar la estabilidad financiera, apuntilló: «se tomarán las medidas adecuadas ante una volatilidad excesiva y movimientos desordenados de los tipos de cambio».

Cabe bien preguntarse si el yen superará las 160 unidades por dólar. El incesante aumento de las operaciones TARP (*target redemption forward*), facilitadas por los bancos regionales a clientes corporativos que desean comprar dólares estadounidenses, se considera un factor tendente a deprimir la cotización del yen a largo plazo. Un TARP es un derivado cambiario estructurado que las empresas utilizan, normalmente sobre expectativas de depreciación del yen, para comprar dólares a cambio de yenes a un tipo de cambio pactado. En la práctica, la empresa se compromete a comprar dólares periódicamente a un tipo fijo, a menudo más favorable que el inicial al contado. El contrato incluye un objetivo de ganancia acumulada que, una vez alcanzado, conlleva la amortización o rescisión automática del producto. Los bancos regionales japoneses ofrecen activamente estas estructuras a los importadores, lo que mantiene las compras de dólares por estos.

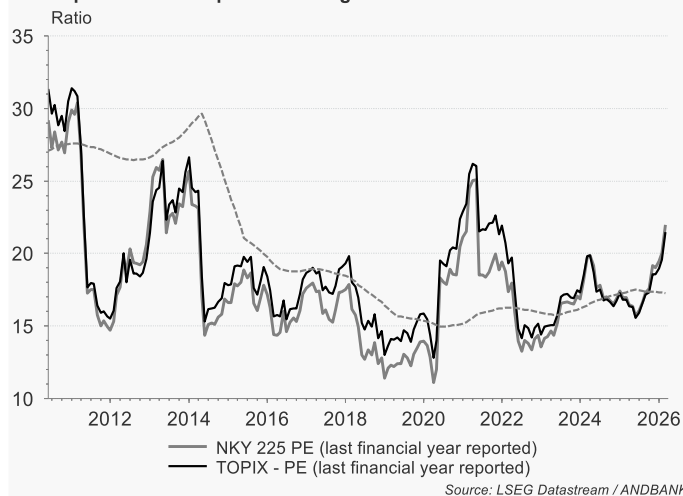
Empresas

Los fondos venden acciones de Honda tras previsiones que dejaron que desear. Nikkei analizó las repercusiones de las pérdidas netas previstas por Honda para el ejercicio fiscal, lo que llevó a algunos de los principales fondos japoneses y estadounidenses a deshacerse tanto de sus acciones como de muchas otras del sector automovilístico. La depreciación de la acción reducirá aún más el peso del sector automovilístico, inmerso ya en una tendencia bajista, hasta rondar el 6% del Topix, su nivel más bajo en este siglo.

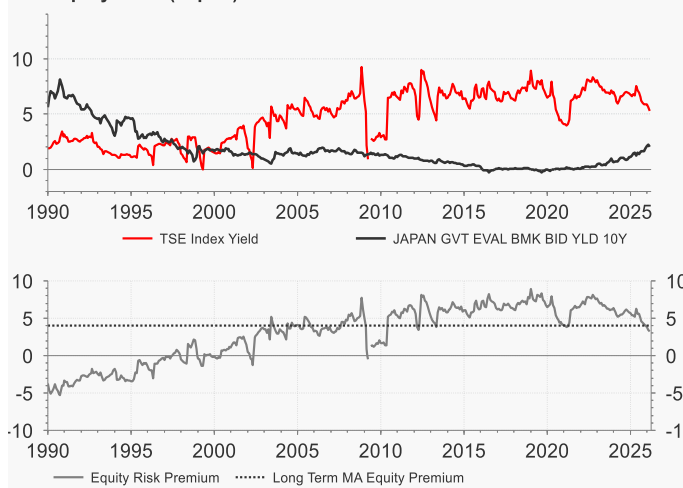
Estímulos a la vista: tramitación de urgencia del borrador presupuestario para 2026

La coalición de gobierno impulsó el viernes en la Cámara Baja unos presupuestos

Japan Nikkei 225 price / earnings



Equity Yield (Japan) vs Risk Free Yield10Y



generales récord por importe de 122,31 billones de yenes (769.000 millones de USD) para el año fiscal 2026, dando así cumplimiento a su promesa de promulgar el proyecto de ley antes del cierre del ejercicio fiscal este 31 de marzo. En lo que fue la primera demostración del peso decisivo que tiene la mayoría cualificada del PLD, el proyecto de ley de presupuestos se aprobó con una celeridad no vista en décadas, lo que desencadenó la protesta de los partidos de la oposición.

El Banco de Japón mantendrá los tipos de interés hasta abril

El avance de la reunión de política monetaria del 18 y 19 de marzo señalaba que el Banco de Japón previsiblemente mantendría inalterados los tipos pese a la cautela que imponían el aumento de los precios de la energía. Takata fue el único que abogó por subirlos, ya que el resto de los miembros del consejo siguen sin apreciar motivos urgentes para actuar. El consejo, en el que algunos consideran preferible no modificar la política cuando la incertidumbre es elevada, debatirá el fuerte aumento de los precios del crudo y del gas natural licuado. Las opiniones son que los precios del crudo de \$80 USD/barril no perjudicarían demasiado a la economía japonesa.

Crecimiento previsto del beneficio por acción (mid-caps: 831 acciones)

Para las empresas de mediana y gran capitalización bursátil, bajamos el crecimiento de BPA previsto a 12 meses al 10%. En cuanto al PER previsto para el conjunto del ejercicio, los bajamos a 19x. Objetivo para el Topix 3.846.

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): NEUTRAL

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

Tipo de cambio (USD/JPY): SOBREPONDERAR (objetivo 150)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 7

INDIA

Asia en general, y la India en especial, dependen muy considerablemente de hidrocarburos de Oriente Medio

China y la India dependen mucho más de Oriente Medio que EE.UU. o Europa

La India, al igual que otros países asiáticos, dispone de escasas reservas oficiales, por lo que está intentando limitar las repercusiones económicas racionando los combustibles y subvencionando el consumo de las economías domésticas, a menudo a expensas de la industria. La elevada factura por importaciones de petróleo llevará algunas balanzas por cuenta corriente a entrar en números rojos o ampliará su actual déficit. Al mismo tiempo, las medidas para reducir la factura energética de los hogares erosionarán las haciendas públicas. En el resto de economías emergentes de Asia esto implicará una depreciación de sus monedas, mayores rendimientos de los bonos y un menor crecimiento del PIB.

Asia en general, y la India en particular, dependen mucho más de Oriente Medio para abastecerse de hidrocarburos que Estados Unidos (exportador neto de materias primas energéticas) o Europa, que importa de esa región menos del 15% del petróleo y gas que consume. Los países importadores están tomando medidas para asegurarse fuentes de suministro alternativas y contener la demanda. Pekín ha ordenado a las refinerías chinas que interrumpan la exportación de combustibles. Corea del Sur ha fijado un tope máximo a los precios de los carburantes por primera vez en tres décadas. Indonesia, Vietnam y Filipinas han anunciado subsidios fiscales para frenar el aumento de los precios de los carburantes. La India y Bangladés están recurriendo al racionamiento de combustibles.

India está entre las economías emergentes más vulnerables a una crisis del petróleo, pero varios factores brindan cierta protección

Podemos dividir el continente asiático en dos. Las economías ricas del noreste y este de Asia están mejor posicionadas para soportar precios altos y una escasez de suministro. Pese a su considerable dependencia del petróleo de Oriente Medio disponen de reservas de emergencia abultadas y capacidad fiscal para salir temporalmente del apuro mediante compras. En cambio, las economías emergentes del sur y sudeste asiático tienen menos reservas oficiales de petróleo y peores perfiles fiscales y por cuenta corriente, lo que las expone en mayor medida a una crisis inflacionaria.

La India, el tercer mayor consumidor de petróleo del mundo, depende de Oriente Medio para cubrir aproximadamente la mitad de sus importaciones de petróleo. Sus reservas estratégicas cubren unos 9-10 días de consumo; si se suman existencias comerciales, el colchón asciende a 60-65 días de importaciones, según la AIE. El aumento del precio del petróleo tiende a ampliar el déficit por cuenta corriente del país y a elevar la inflación. El Banco de la Reserva de la India (RBI) estima que cada aumento de 10 dólares en el precio del crudo Brent aumenta el déficit por cuenta corriente en 0,3-0,4 p.p. del PIB, al tiempo que ejerce presión adicional al alza sobre la inflación.

Como nota positiva, su gran mercado interno y fuentes de suministro, que recientemente ha diversificado, le proporcionan una resiliencia algo mayor que la de otras numerosas economías del sudeste asiático más pequeñas.

Delhi redirige gas hacia los hogares para controlar un tema políticamente explosivo

En India el mayor coste del gas licuado de petróleo (GLP) para cocinar (propano, butano) es dinamita política, sobre todo tras la cruzada del primer ministro Narendra Modi para persuadir a los hogares rurales de que lo utilicen en lugar de estiércol de vaca y leña.

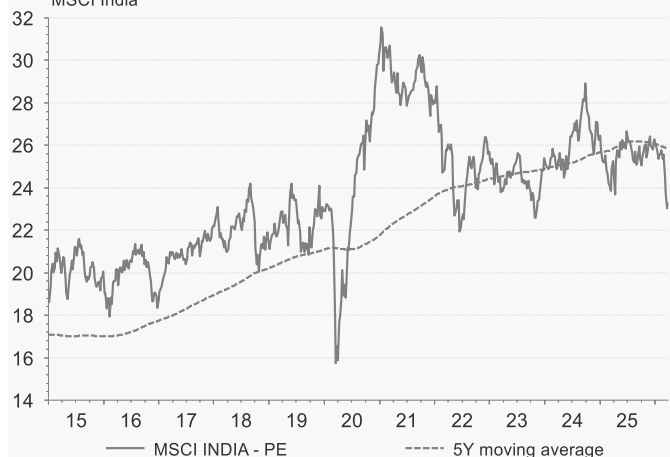
El Gobierno ha invocado una ley especial para regular el suministro y la distribución de gas con miras a favorecer a los hogares frente a los clientes industriales y comerciales. También ha ordenado a las refinerías de petróleo reducir el consumo de gas y, a las plantas de procesamiento de gas, maximizar la producción de GLP, incluso a costa, en su caso, de acabar reduciendo el suministro a los fabricantes de fertilizantes.

Por el momento abunda el petróleo varado en buques, lo que minora el riesgo de crisis a corto plazo, pero solo una pequeña fracción del total cumple los requisitos para considerarse almacenamiento flotante

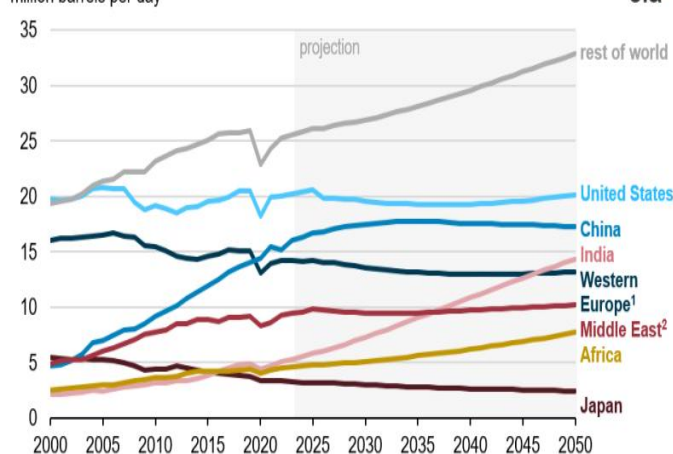
Que la vulnerabilidad de la India y los países emergentes de Asia acabe convirtiéndose en una crisis dependerá de la rapidez con la que se desbloquee el estrecho de Ormuz. Por el momento hay mucho petróleo flotante en petroleros: S&P Global estima una cifra casi récord de 1.800 millones de barriles. El grueso de esta cantidad (1.700 millones de barriles) corresponde al flujo habitual de petróleo y productos refinados, constituyendo el almacenamiento flotante tan solo el 7% del total (120 millones de barriles). Los petroleros suelen mantener carga en alta mar mientras los operadores intentan negociar mejores condiciones de mercado o precios más altos para entregar el petróleo. Estos buques funcionan en la práctica como instalaciones de almacenamiento temporal, lo que permite a los operadores retrasar la entrega sin inundar de golpe el mercado con el suministro. Ahora bien, esa cantidad solo alcanzaría a cubrir cuatro días de consumo asiático.

La India está pagando una prima sobre el Brent por el petróleo ruso tras haber recibido una exención de sanciones de 30 días para comprar crudo ruso: al tratarse de una exención temporal, los compradores indios disponen de un margen de tiempo limitado para asegurarse los cargamentos.

PE (ltn) - India
MSCI India



Annual petroleum and other liquid fuels consumption (2000-2050)
million barrels per day



Presiones sobre las cuentas públicas

En el caso de que la crisis de suministro se materialice y los precios del petróleo y el gas permanezcan en niveles elevados, la carga recaerá en los presupuestos de aquellos gobiernos que traten de amortiguar el impacto sobre los hogares. La erosión de los amortiguadores macroeconómicos (mayores déficits fiscales y por cuenta corriente) inducirá un debilitamiento de la moneda, precipitando salidas de capitales que, con la mayor inflación, requerirán endurecer la política monetaria.

Crecimiento previsto del beneficio por acción (mid-caps: 590 acciones)

Revisión de objetivos: Para el Sensex Index, revisamos el objetivo en EPS al +14% (por debajo de consenso inicial del 17% en enero) y el PE TTM a 18x, con un nuevo precio objetivo del 81.200 (vs los 73.000 actuales).

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (SENSEX): SOBREPONDERAR
Deuda soberana: SOBREPONDERAR (rendimiento objetivo: 5,75%)
Deuda corporativa: SOBREPONDERAR
Tipo de cambio (INR/USD): NEUTRAL (objetivo: 91)



COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 8

ISRAEL

La resiliencia, puesta a prueba: la clave reside ahora en la propia duración del conflicto

Macroeconomía y geopolítica: de recuperación a cálculo en tiempos de guerra

La narrativa económica ha cambiado considerablemente en el último mes. Lo que comenzó como una historia de recuperación tras el alto el fuego (con solidez de la demanda interna, impulso de reconstrucción y un banco central que avanzaba con prudencia hacia la flexibilización) ha mutado ahora en un panorama más complejo, marcado por una nueva escalada militar y por sus consecuencias fiscales. Los datos que sustentaban la recuperación no eran para nada malos. El crecimiento del 4,0% interanual del cuarto trimestre de 2025 elevó el PIB del conjunto del año al 3,1%, y el índice de actividad mensual de enero aportó otro medio punto al PIB. Las reservas de divisas ascendieron en febrero a 234.600 millones de USD y las expectativas de inflación a 12 meses se mantuvieron ancladas cerca del rango objetivo, lo que indicaría que los mercados no descontaban una crisis inflacionaria prolongada. Pero esa aparente complacencia se ha alterado desde entonces. El Consejo de Ministros aprobó el 11 de marzo unos presupuestos revisados para 2026 que elevaban el gasto en defensa en 32.000 millones de NIS y ampliaban el objetivo de déficit del 3,9% al 5,1% del PIB. El Banco de Israel respondió con una advertencia inusualmente categórica: la disciplina fiscal debía salvaguardarse y la partida de seguridad no podía convertirse en vehículo para financiar gastos ajenos a la misma u otorgar desgravaciones fiscales. La preocupación está bien fundada. El aumento del gasto militar, el debilitamiento de la actividad civil, la interrupción de los flujos turísticos y de inversión procedentes del exterior y la crisis de precios del petróleo, impulsada en parte por el propio conflicto en la región, se combinan para deteriorar la relación entre crecimiento e inflación en comparación con la de hace apenas unas semanas. La perspectiva sobre la calificación de la deuda soberana podría someterse a escrutinio si la trayectoria del déficit siguiera ampliándose sin una senda de consolidación creíble.

Renta fija: la cotización de los bonos reconoce el riesgo

El mercado de bonos ha encajado una corrección importante. Tras recortar el tipo de interés oficial en 25 pb en enero, el comité monetario mantuvo los tipos en su reunión de febrero y señaló que necesitaba confirmar mejor la desinflación antes de seguir relajando la política. El acta transmitía un tono de prudencia, pero nada alarmante: la inflación se había moderado, la actividad económica mejoraba, pero la incertidumbre geopolítica exigía contención. Desde entonces los rendimientos han aumentado considerablemente. Tres factores han impulsado la corrección: el encarecimiento de la energía en todo el mundo, que repercute en las perspectivas de inflación; el riesgo de que la prolongación del conflicto pudiera retrasar el ciclo de recortes de tipos, y la creciente preocupación que suscita el que un déficit fiscal estructuralmente mayor pueda requerir una mayor emisión de deuda soberana. El cambio de tono es significativo. Durante gran parte de finales de 2024 y principios de 2025 los bonos israelíes cotizaban sobre todo en función de las expectativas de desinflación y recuperación. Ahora la prima de riesgo exigida por los inversores parece poco probable que vaya a reducirse rápidamente, a no ser que el conflicto vaya desactivándose y el Gobierno ofrezca un marco fiscal a medio plazo creíble.

Renta variable: el grado de resiliencia va a menos

El mercado bursátil ha absorbido el impacto mejor que el de renta fija, aunque su mejor rendimiento enmascara una dinámica subyacente cada vez más selectiva. El TA-125 se disparó un 4,8% tras el ataque inicial de Israel y EE.UU. contra Irán, al posicionarse los inversores para una campaña contenida de la que podría salir reforzada la capacidad de disuasión estratégica de Israel. Empresas de defensa, productores de energía y valores financieros lideraron el avance, y el shekel se apreció con fuerza en una combinación poco habitual que reflejaba una confianza genuina más que una mera cobertura de posiciones cortas. Desde entonces el optimismo se ha desvanecido en cierta medida. A 17 de marzo el TA-125 rondaba los 4.120 puntos, con una caída mensual del 2%, aunque todavía más de un 60% por encima de los niveles de hace un año. El aguante de los beneficios entre las empresas de gran capitalización bursátil, especialmente en tecnología y finanzas, ha proporcionado un suelo al mercado. Lo que ha cambiado es la composición de las empresas que lo lideran y el entorno de valoración. Los sectores de defensa y energía son los beneficiarios directos del nuevo entorno de gasto y precios. El entorno para el mercado en general, en cambio, es menos favorable: el aumento de los rendimientos de los bonos comprime los múltiplos de valoración, un mayor déficit limita el margen fiscal para medidas que apoyen el crecimiento y la elevada incertidumbre desalienta la asignación de capital en sectores sensibles a los tipos de interés, como el inmobiliario y el de consumo interno.

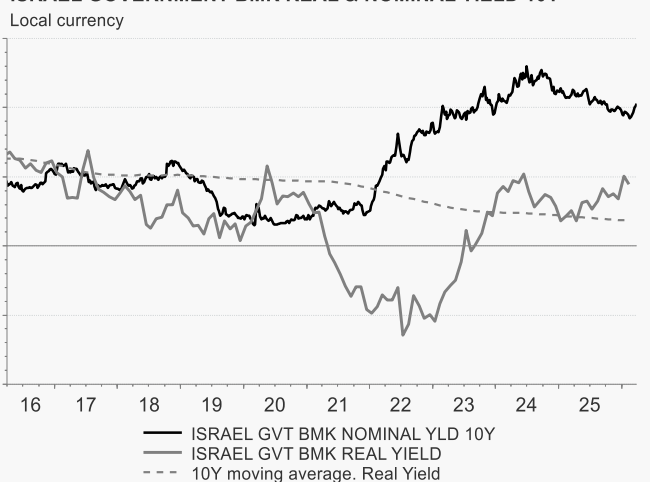
Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

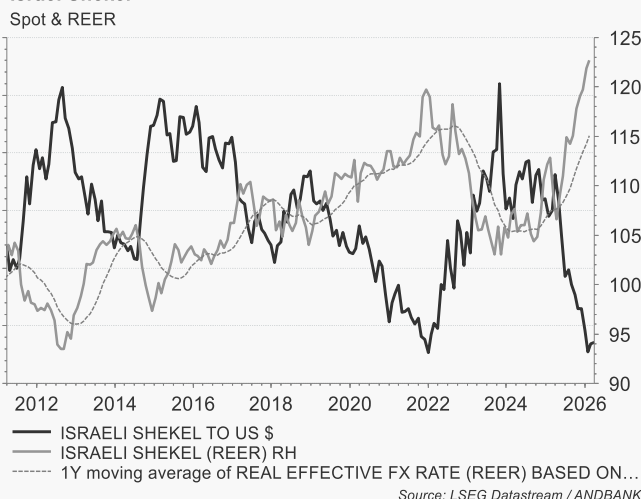
Israel price-to-earning ratio
Trailing & Forward PE



ISRAEL GOVERNMENT BMK REAL & NOMINAL YIELD 10Y



Israel Shekel





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 9

BRASIL

Ralentización del crecimiento, persistencia de la inflación y política monetaria presidida por una mayor prudencia

El PIB brasileño creció un 2,3% en 2025

El PIB creció en el cuarto trimestre de 2025 una décima más que el anterior, pero por debajo de lo esperado (0,2%), y confirmó la desaceleración de la actividad a lo largo del segundo semestre del ejercicio pasado. El PIB del conjunto de 2025 lo hizo un 2,3%, tras cuatro años superando el 3%. A diferencia de los últimos resultados, los datos no fueron significativamente mejores de lo esperado, ya que un año antes las previsiones rondaban el 2%. Desde un enfoque de oferta, el PIB del cuarto trimestre estuvo impulsado por la aportación del sector servicios, que creció un 0,8%, su tasa más alta desde el tercer trimestre de 2024; el industrial perdió el 0,7% tras once trimestres de crecimiento y el agrícola mejoró levemente. En 2025 servicios creció un 1,8% e industria un 1,4%, la menor contribución de ambos desde 2020. La agricultura lo hizo más que bien, con un crecimiento del 11,7%. Desde un enfoque de demanda, el cuarto trimestre de 2025 representó el segundo trimestre consecutivo de deterioro del consumo de los hogares (-0,09% y -0,03%) y el dato de inversión dejó que desear (-3,5% en el cuarto trimestre). En cambio, gasto público y exportaciones netas contribuyeron positivamente. En cuanto al conjunto de 2025, el consumo de los hogares solo creció un 1,3%, el peor dato anual desde 2000 si excluimos los de 2003, 2015-2016 y 2020 (ciclos de recesión); la inversión lo hizo un 2,9%, gasto público un 2,1%, exportaciones un 6,2% e importaciones un 4,5%. La política monetaria restrictiva estaría lastrando la actividad y el PIB se situará este año ligeramente por debajo del 2%.

La inflación comienza el año con mayores presiones

El IPCA de febrero sorprendió al alza con una subida del 0,70% (frente al 0,64% del consenso de analistas), el mayor incremento mensual desde febrero de 2025, aunque en línea con la media histórica del mes. La inflación interanual alcanzó el 3,81%. El componente de precios regulados (que constituye un 25% de la cesta) se encareció un modesto 0,17% en febrero y un 4,36% interanual. En cambio, el componente de precios del mercado libre lo hizo 0,89%, por encima de su media histórica de febrero, lo que lleva la inflación en lo que va de año al 1,14% y la inflación a 12 meses al 3,63%. Dentro de este componente el que registró mayor encarecimiento fue servicios, con un aumento mensual del 1,5% (el mayor desde febrero de 2023). Con esto, la inflación interanual de los servicios se aceleró del 5,28% en enero al 6,0% en febrero, manteniéndose por tanto como un motivo de preocupación importante para el Banco Central de Brasil (BCB).

Como nota positiva, los precios de alimentos para consumo en el hogar siguieron exhibiendo contención, con un aumento de tan solo el 0,23% en febrero y un dato interanual del -0,11%. Los bienes industriales también contribuyeron a contener la inflación general. Sin embargo, la subyacente (media de cinco indicadores) subió al 4,46% interanual, la más alta desde febrero de 2023. Por su parte, el índice de difusión se moderó ligeramente hasta situarse en 61,3%, cerca de su media histórica. En general, el informe publicado suscitó inquietud, debido sobre todo a la persistente inflación de los servicios y al alza en la inflación subyacente. Es improbable que los precios alimentarios mantengan la moderación mostrada, ya que, a pesar de la estabilidad del tipo de cambio, la incertidumbre global ha aumentado y la creciente brecha entre los precios de los combustibles en el país y los internacionales apunta a presiones al alza sobre la inflación en el futuro.

Política monetaria más conservadora en un clima de guerra, pero sin haber perdido la capacidad de reacción

El entorno de apetito por el riesgo que aupó a la economía brasileña a comienzos de 2025 se debilitó en marzo con la escalada del conflicto en Oriente Medio. El capital se desplazó hacia activos más seguros, lo que afianzó al dólar y elevó el riesgo de inflación. La mayor incertidumbre impulsó al alza los tipos de interés, debilitó el real brasileño y empujó a la baja el índice Bovespa. Un entorno en el que el BCB probablemente adoptará una postura de más prudencia. Con todo, aún se espera el ciclo de bajadas de tipos, que podría comenzar con un modesto recorte de 25 pb de la tasa Selic, ahora en el 15%, con un enfoque dependiente de los datos. Las expectativas del mercado, de una flexibilización total, ya se han revisado a la baja, pasando de 300-350 pb a una trayectoria más gradual. El alza en los precios del petróleo provocado por el ataque a Irán añade presión al alza sobre la inflación. Aun así, Brasil se halla en una posición relativamente buena: como exportador neto de petróleo se beneficia de una mejor balanza comercial y un potencial aumento de los ingresos fiscales. Comparado con otros mercados emergentes, en particular con las economías asiáticas importadoras de petróleo, o con las economías europeas dependientes de las importaciones de gas, Brasil sigue representando un destino atractivo para la inversión extranjera.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

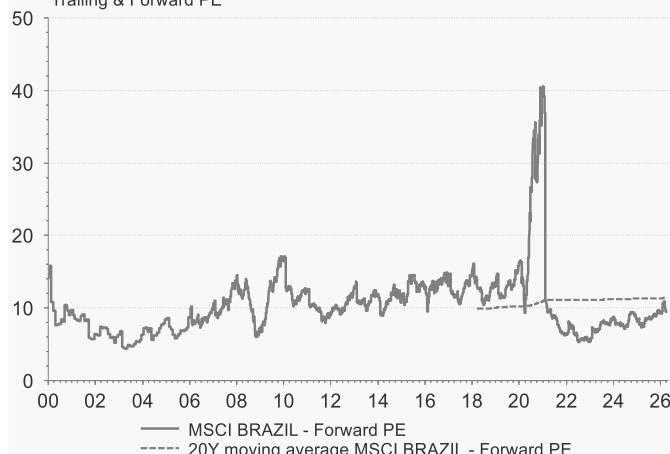
Renta variable (Bovespa): INFRAPONDERAR

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

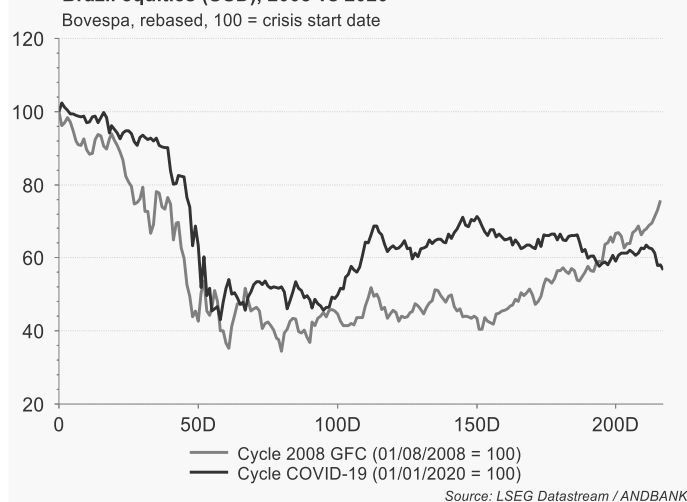
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,50%)

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

Brazil MSCI Index price-to-earning
Trailing & Forward PE



Brazil equities (USD), 2008 vs 2020



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST
(Local & US\$ denominated bonds)





COYUNTURA MACROECONÓMICA

Página 10

MÉXICO

Pausa en las políticas, preocupación por la inflación y ambición fiscal

Política monetaria

En su primera decisión de política monetaria de 2026, el Banco central de México hizo buenas las expectativas al pausar su ciclo de flexibilización y mantener el tipo de interés de referencia en el 7%. Decisión esta, por cierto, la primera que su Junta de gobierno adopta por unanimidad desde mayo de 2025. Aunque encuestas recientes a expertos del sector privado seguían reflejando un cierre de año para el tipo de interés oficial en 6,50%, el hecho es que las expectativas han cambiado en estas últimas semanas y que aún en mayor medida lo ha hecho su reflejo en las cotizaciones. Ahora los mercados, en vez de anticipar una o dos bajadas de tipos para este año, están descontando dos o tres subidas de tipos, lo que pone de manifiesto las crecientes presiones inflacionistas que induce el encarecimiento de las materias primas energéticas provocado por el conflicto en Oriente Medio.

Actividad económica e inflación

La inflación pasó del 3,79% interanual en enero al 4,02% en febrero. El repunte de enero respondió al aumento de la fiscalidad y, el de febrero, principalmente a los mayores precios de frutas y hortalizas. La inflación subyacente todavía es elevada y supera el límite superior del rango objetivo de Banxico, fijado en el 4%. Por lo que respecta al crecimiento económico, fue modesto en 2025, con una expansión del PIB del 0,8%. El impulso observado hacia finales de año encontró apoyo en el consumo y las exportaciones, con un crecimiento del primero a una tasa del 5,6% anual. La inversión, que disminuyó un 1,6%, sigue siendo el principal lastre para el crecimiento.

Política comercial

Los grupos de trabajo y negociadores de México y EE.UU. expresaron optimismo tras las conversaciones iniciales con miras a renovar el acuerdo comercial antes de que expire el 1 de julio. En materia fiscal, la presidente Sheinbaum propuso un plan de infraestructuras en virtud del cual la inversión pública y público-privada se incrementaría en 324.000 millones de USD (equivalente al 17% del PIB) durante el resto de su mandato. Al haberse estructurado como inversión mixta cobra ahora prioridad proporcionar al sector privado un marco jurídico claro. La iniciativa es muy ambiciosa y está bien orientada pero, al depender de cambios constitucionales que pueden dañar la percepción de la gobernanza, nada garantiza que satisfará las expectativas. Recuérdese que la Cámara Baja ya rechazó una propuesta de reforma electoral dirigida a modificar la representación proporcional en el Congreso y a reducir la financiación de la autoridad electoral. La reacción del mercado fue negativa: la mera propuesta hizo temer futuros cambios que pudieran elevar la incertidumbre y plantear riesgos para la gobernanza y el Estado de derecho.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos un posicionamiento neutral en este mercado bursátil. El escenario de referencia supone una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) en torno al 15%, un PER de 15 veces (ligeramente inferior a su media histórica) y un crecimiento de los beneficios de alrededor del 10%. Esto implica una cotización objetivo del índice a 12 meses de 72.000 puntos para final de año (nivel actual en 71.000 puntos). El mercado de renta variable sigue muy concentrado en sectores de consumo como alimentación, bebidas y comercio minorista que han quedado rezagados. La debilidad de los sectores cíclicos (cemento y minería) quedará previsiblemente compensada por los segmentos defensivos, lo que contribuirá a la resiliencia general del mercado.

Renta fija. En un entorno de aversión global al riesgo el diferencial entre el bono mexicano a 10 años denominado en pesos y el bono del Tesoro estadounidense se amplió a 507 pb (a 20 de marzo). Mantenemos una estimación de 500 pb para finales de año, avalada por expectativas de una posible resolución a corto plazo de las tensiones geopolíticas y de normalización de las condiciones financieras en el país. La curva de tipos-plazos de la deuda mexicana se ha desplazado hacia niveles más altos, con los tipos a 10 años unos 50 pb más altos que a finales de 2025. En cuanto al bono mexicano denominado en dólares, el diferencial con el Treasury también se amplió, pasando de 163 a 178 pb. Nuestra previsión a medio plazo se mantiene en 200 pb.

Tipo de cambio. En cuanto al peso, la previsión para final de año se ha revisado a 18,25 unidades por dólar estadounidense. Si bien persisten riesgos de volatilidad, en especial relacionados con la revisión del acuerdo comercial, la escalada militar del conflicto en Irán o la influencia de EE.UU. en cuestiones de seguridad nacional, el carry favorable y un debilitamiento del dólar podrían contribuir a reforzar el peso.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

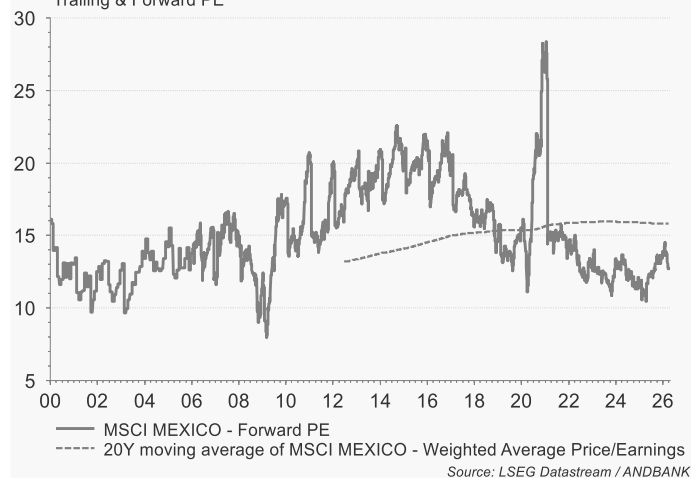
Renta variable (IPC México): NEUTRAL

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

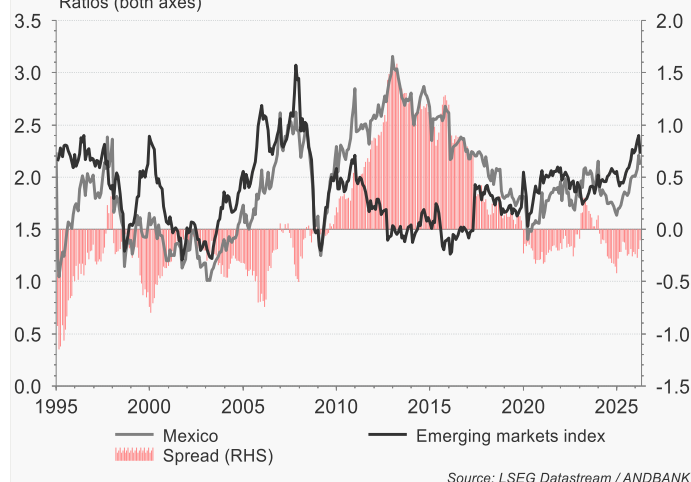
Deuda soberana en USD: INFRAPONDERAR. (dif. obj.: 200 pb; rend. obj.: 6,50%)

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

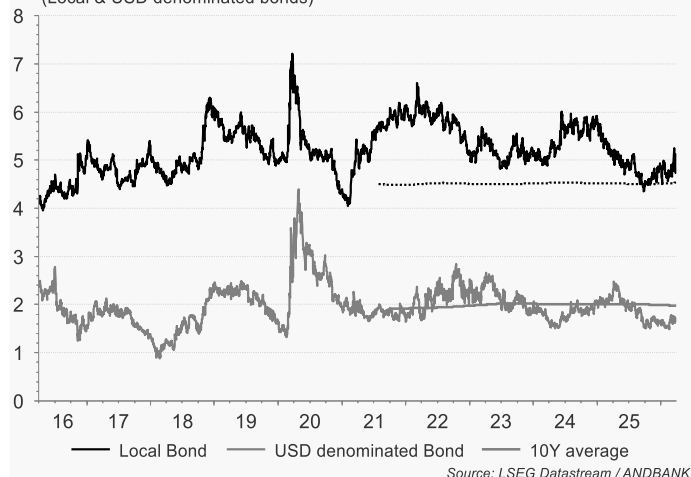
Mexico MSCI Index price-to-earning
Trailing & Forward PE



Mexico price-to-book ratio
Ratios (both axes)



MEXICO - SPREAD 10 GOV BOND vs UST
(Local & USD denominated bonds)





ARGENTINA

El Gobierno impulsa su programa de reformas en un entorno de recuperación gradual e inflación persistente

Política: agenda de reformas estructurales

El Gobierno, tras aprobar la reforma laboral, se apresta a impulsar una agenda de reformas estructurales más amplia. El presidente Javier Milei inauguró de manera oficial la nueva fase durante la apertura de la sesión ordinaria del Congreso. En su discurso declaró 2026 como «el año de la reforma estructural» y afirmó que se presentarían unas noventa iniciativas legislativas a lo largo de los nueve meses del calendario parlamentario, a unos diez proyectos por ministerio al mes. Los funcionarios consideran relativamente limitada la oportunidad de hacerlo, ya que la actual mayoría legislativa de la coalición previsiblemente se mantendrá estable únicamente hasta mediados de 2026, antes de que consideraciones electorales de cara a las elecciones presidenciales de 2027 empiecen a redefinir las alianzas. Si bien la oposición aún conserva suficientes escaños para retrasar la tramitación legislativa, carecen de los necesarios para bloquear reformas que cuenten con el apoyo de los partidos de la coalición gobernante. La reforma de las pensiones se ha programado deliberadamente para una fase posterior del ciclo de reformas y el Gobierno ha indicado que no espera presentarla antes de las elecciones de 2027, lo que refleja bien cuán sensiblemente política es la cuestión.

Noticias empresariales: *Argentina Week*

Al tiempo que promueve la agenda de reformas internas, el Gobierno intensifica las medidas para recuperar la confianza inversora y afianzar el posicionamiento económico internacional de Argentina. Un componente central de la estrategia fue celebrar la Semana de Argentina en Nueva York, un foro de inversión de alto perfil que reunió a funcionarios públicos, gobernadores provinciales, instituciones financieras y corporaciones multinacionales. Milei pronunció el discurso principal en la sede de JPMorgan, presentado por su director ejecutivo Jamie Dimon. El foro permitió presentar los avances del programa de estabilización y promover a Argentina como destino de inversión de capitales a largo plazo. Varias empresas multinacionales mencionaron planes de ampliar operaciones o evaluar nuevos proyectos en el país. Uno de los anuncios principales lo hizo Transportadora de Gas del Sur, que reveló un proyecto de 3.000 millones de USD para industrializar líquidos de gas natural producidos en la formación de petróleos de esquisto del yacimiento de Vaca Muerta. El proyecto ampliará la capacidad de procesamiento de gas, construirá un gasoducto que conecte la instalación con Bahía Blanca y desarrollará infraestructuras de fraccionamiento, almacenamiento y exportación en el puerto. El sector minero también atrae creciente atención. Morgan Stanley destacó en un informe reciente el potencial del país como destino de inversión minera internacional, apuntando a una inversión superior a los 50.000 millones de USD a lo largo de la próxima década.

Actividad económica: recuperación gradual con bifurcación sectorial

Según datos recientes, la economía creció en diciembre un 1,8%, revirtiendo la leve contracción registrada en noviembre. La agricultura fue un importante motor de crecimiento, mientras otros sectores seguían renqueando. En concreto, el sector manufacturero y el comercio minorista aún afrontan dificultades derivadas de la demanda interna, que está lastrada por condiciones financieras restrictivas, la reducción del gasto público y el deterioro del poder adquisitivo de los hogares.

Precios: obstáculos en la senda de desinflación

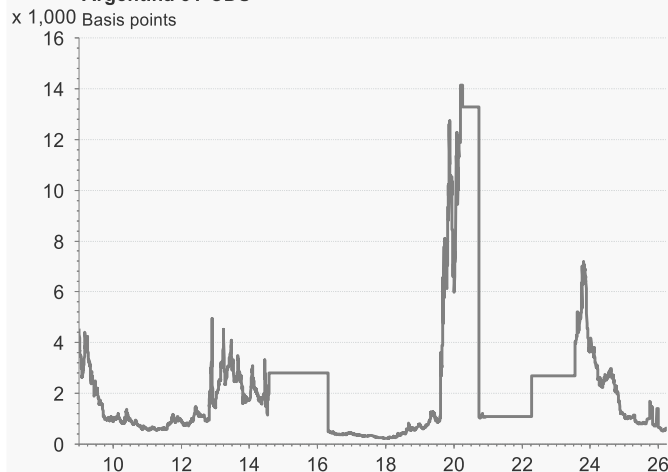
El IPC aumentó en febrero un 2,9% y, por segunda vez consecutiva, más de lo esperado por el mercado. La inflación subyacente se aceleró al 3,1%, impulsada en gran medida por los precios de los alimentos, en particular la carne, que se encareció un 6,5%. En un desglose por componentes, los precios regulados lo hicieron un 4,3%, elevando en casi un punto porcentual la inflación general. Las tarifas de electricidad, gas y agua aumentaron en todo el país, ya que el Gobierno profundizó en su programa de reducción de subsidios. Los precios estacionales disminuyeron levemente y compensaron parcialmente los aumentos anteriores. Pese a estas presiones, la mayoría de los analistas esperan que la inflación siga disminuyendo gradualmente a lo largo del año. Si la estabilidad del tipo de cambio se mantuviese y el ritmo de los ajustes tarifarios se ralentizase durante el segundo semestre de 2026, la inflación mensual podría caer hasta situarse en el rango del 1,5-2% a finales de año. Al respecto, el tipo de cambio representa una variable clave. La capacidad del banco central para acumular reservas sin alterar el marco actual de paridad móvil desempeñará una función importante en la configuración de las expectativas de inflación.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

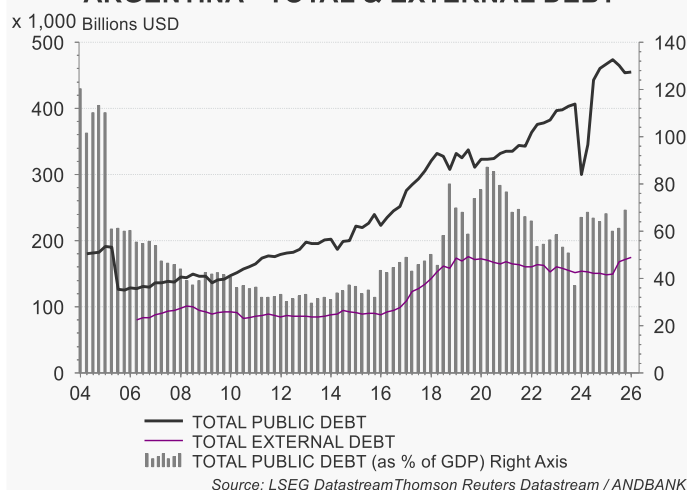
Deuda soberana (bono a 10 años en USD): NEUTRAL

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2026: 1.700)

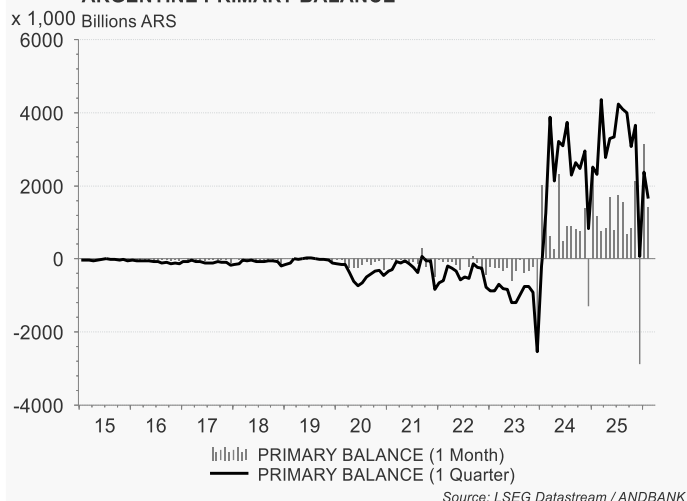
Argentina 5Y CDS



ARGENTINA - TOTAL & EXTERNAL DEBT



ARGENTINE PRIMARY BALANCE





RENTA VARIABLE

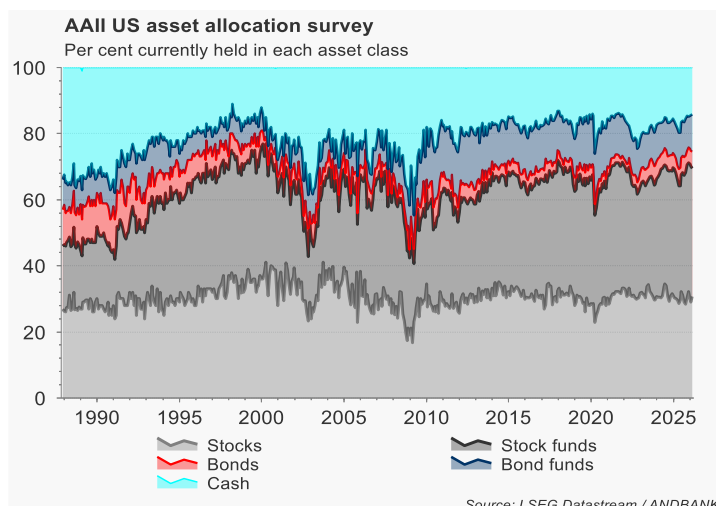
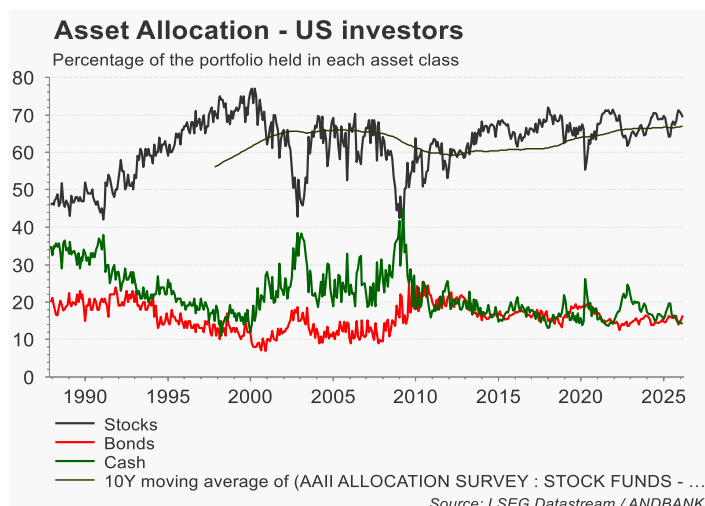
Página 12

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

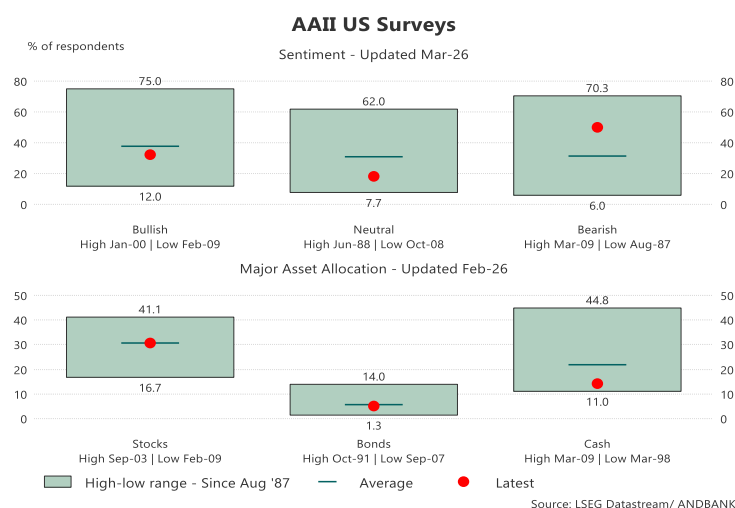
Análisis fundamental

Index	Projected EPS 2026	Projected EPS Growth 2026	PE (EPS 2025)	Price Earning (forward)	Equity Yied	Current Risk Premium	Hist Risk Premium	Target PE (EPS 2026) Year end 2026	Implied Equity Yied at Reasonable PE	Implied Risk Premium at Reasonable PE	INDEX CURRENT PRICE	Andbank's Target Price (year end 2026)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy	Exit Point (Strong Sell)
USA S&P 500	298,1	10,0%	24,09	21,90	4,57%	0,28%	2,00%	23,80	4,20%	-0,08%	6.529	7.095	8,7%	OW	7.804
Europe - Stoxx Europe 600	37,6	4,5%	16,52	15,81	6,33%	3,36%	5,00%	16,00	6,25%	3,28%	595	602	1,2%	MW	662
Spain IBEX 35	1.224,0	5,2%	15,05	14,30	6,99%	3,55%	5,70%	15,00	6,67%	3,22%	17.502	18.360	4,9%	MW	20.196
Mexico IPC GRAL	4.993,0	8,5%	14,91	13,74	7,28%	-1,99%	-0,90%	14,50	6,90%	-2,37%	68.611	72.399	5,5%	MW	79.638
Brazil BOVESPA	18.000,0	12,5%	11,72	10,41	9,60%	-4,42%	-1,10%	10,00	10,00%	-4,03%	187.462	180.000	-4,0%	UW	198.000
Japan TOPIX	202,4	10,0%	19,95	18,14	5,51%	3,22%	4,00%	19,00	5,26%	2,97%	3.671	3.846	4,8%	OW	4.230
China SSE Comp. A share	282,7	10,0%	16,11	14,65	6,83%	5,01%	4,80%	15,00	6,67%	4,85%	4.140	4.241	2,4%	MW	4.665
China Shenzhen Comp	106,0	14,0%	27,71	24,31	4,11%	2,30%	1,25%	26,00	3,85%	2,03%	2.577	2.757	7,0%	MW	3.032
India SENSEX	4.511,5	15,0%	18,64	16,21	6,17%	-0,86%	-2,00%	18,00	5,56%	-1,48%	73.134	81.206	11,0%	OW	89.327
MSCI EM ASIA	54,8	19,5%	16,59	13,89	7,20%			15,00	6,67%		761	823	8,0%	MW	905

Indicadores de posicionamiento (fondos y activos directos): renta variable, renta fija y liquidez

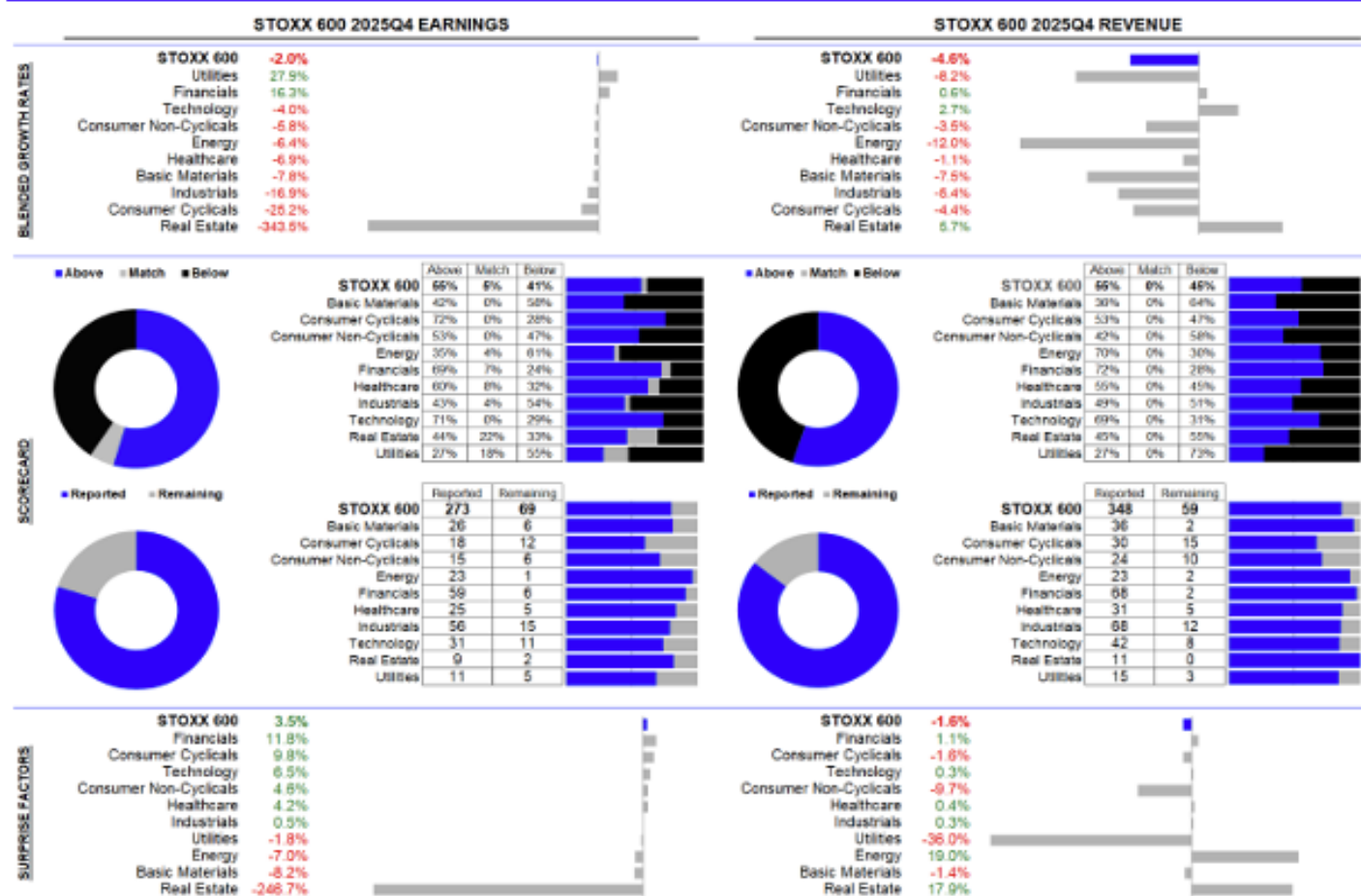


Indicadores de posicionamiento (solo directamente en activos): acciones, bonos y dinero



Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA (a 26/3/2026)

Exhibit 1A. STOXX 600: Q4 2025 Earnings Dashboard



	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1
Revenue	-6.0%	-7.6%	-5.0%	-4.6%	-0.8%	-1.1%	1.0%	2.3%	-1.7%	-1.2%	-4.6%	1.7%	8.5%	7.9%	7.3%	6.9%
Earnings	-5.9%	-11.1%	-6.5%	-3.3%	3.0%	7.8%	8.0%	2.2%	4.0%	7.3%	-2.0%	3.4%	10.7%	12.2%	14.4%	15.3%



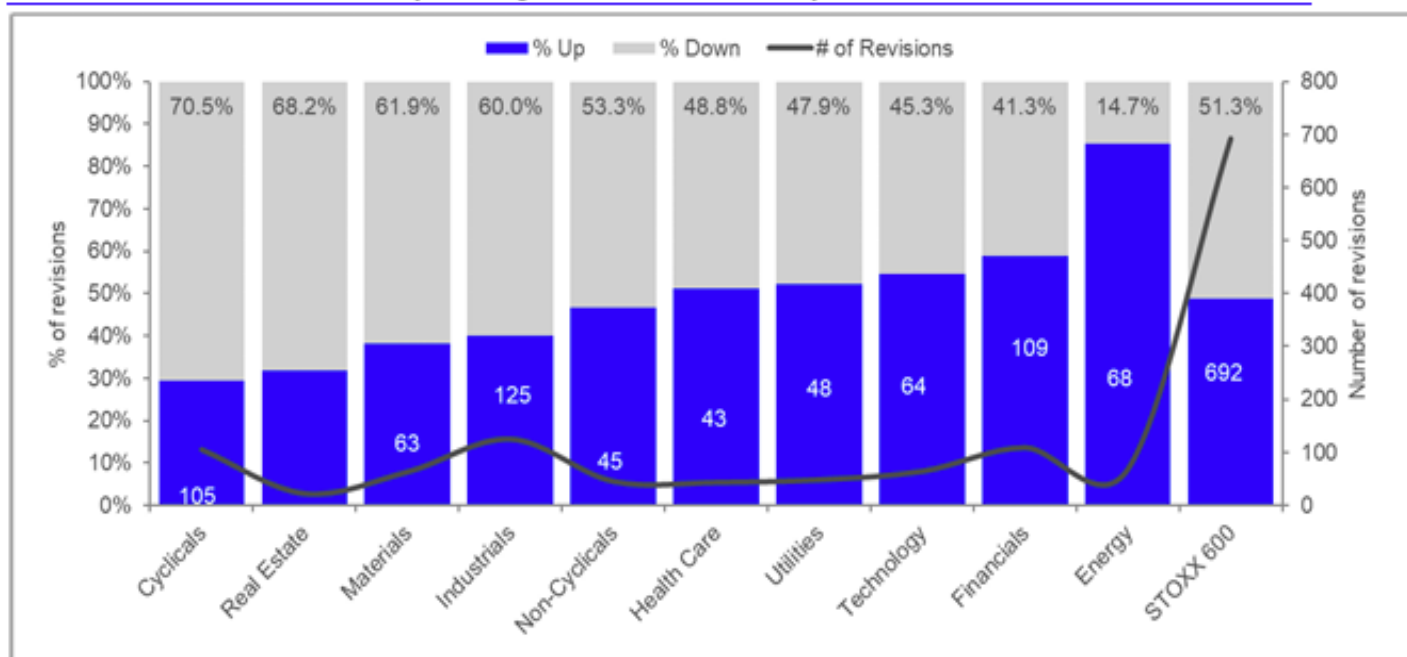
RENTA VARIABLE

Página 14

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

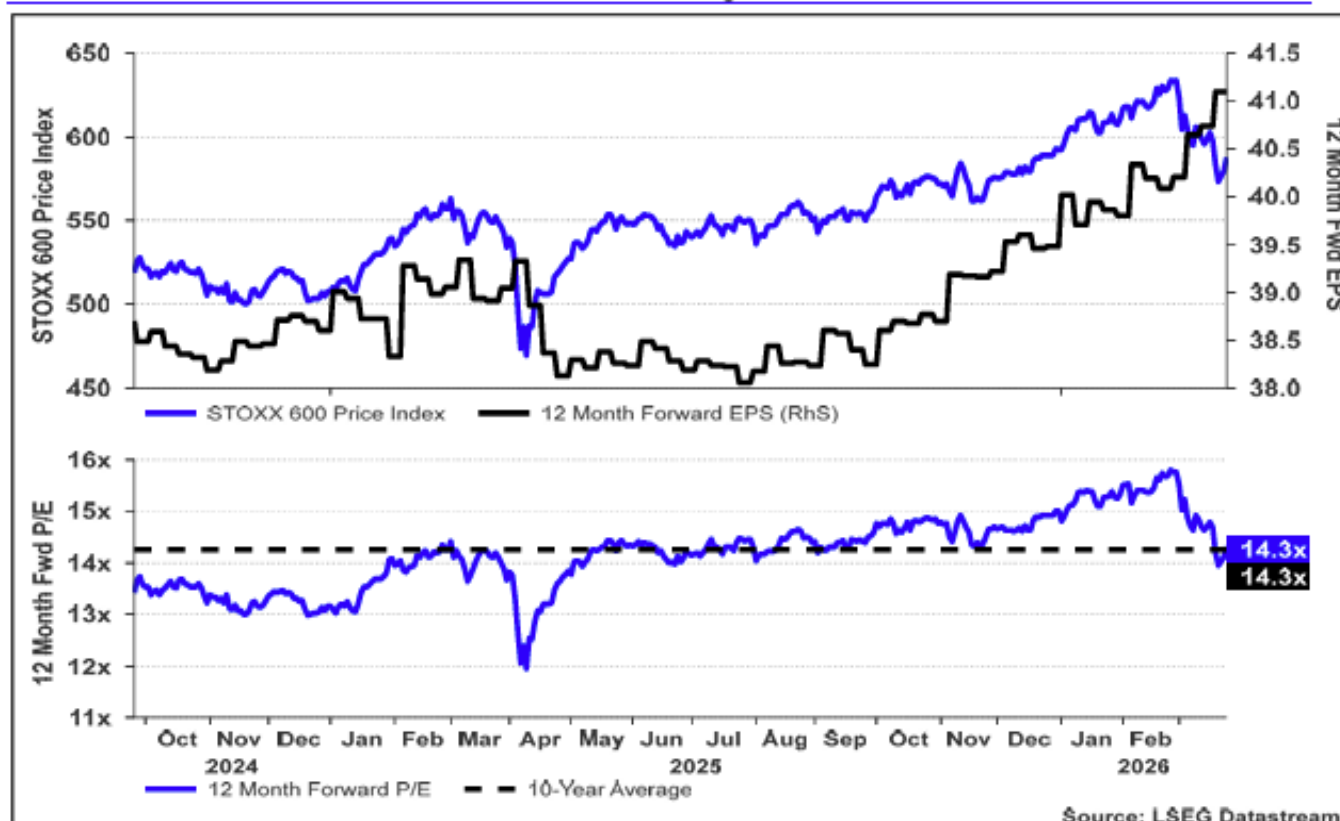
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EUROPA

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG Datastream



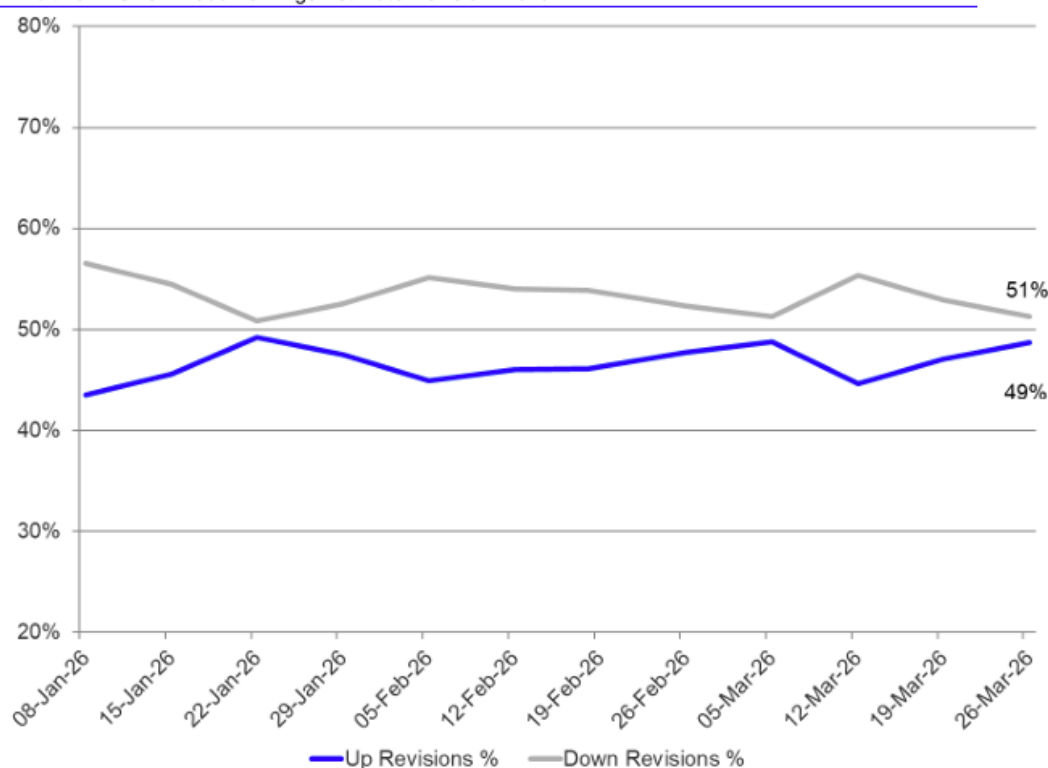
RENTA VARIABLE

Página 15

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EUROPA

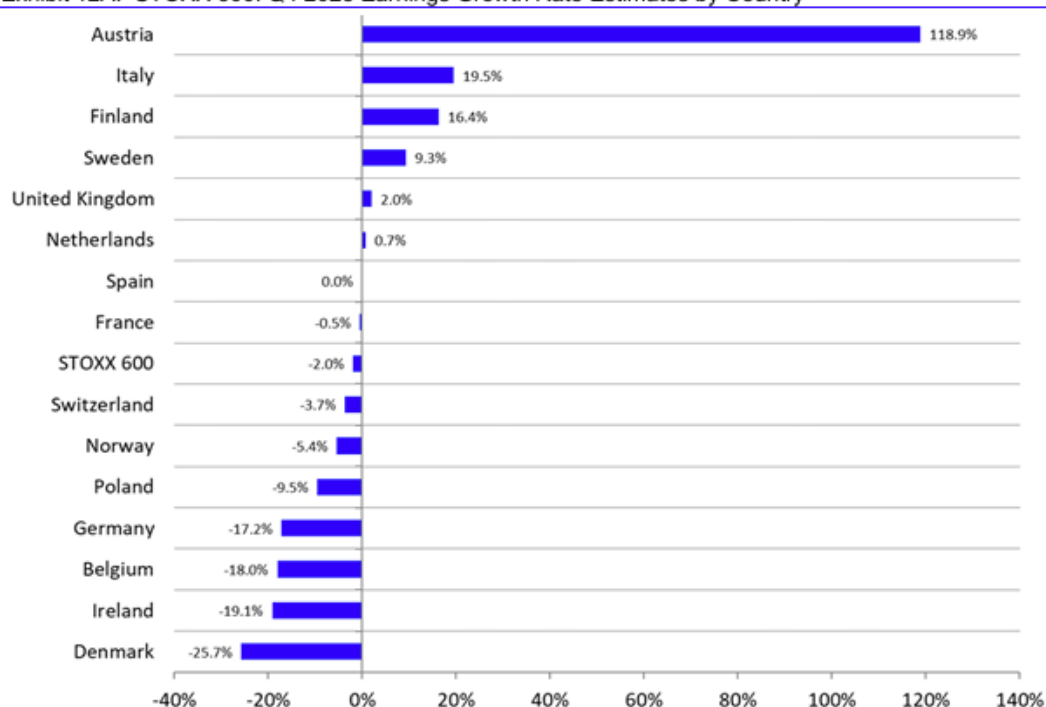
Exhibit 15A. STOXX 600 Earnings Estimate Revision Trend



Source: LSEG I/B/E/S

Q4 2025: EARNINGS GROWTH RATES BY COUNTRY

Exhibit 12A. STOXX 600: Q4 2025 Earnings Growth Rate Estimates by Country



Source: LSEG I/B/E/S



RENTA VARIABLE

Página 16

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

Panel de beneficios empresariales: ESTADOS UNIDOS (a 26/3/2026)

Exhibit 1. 2025Q4 S&P 500 Earnings Dashboard

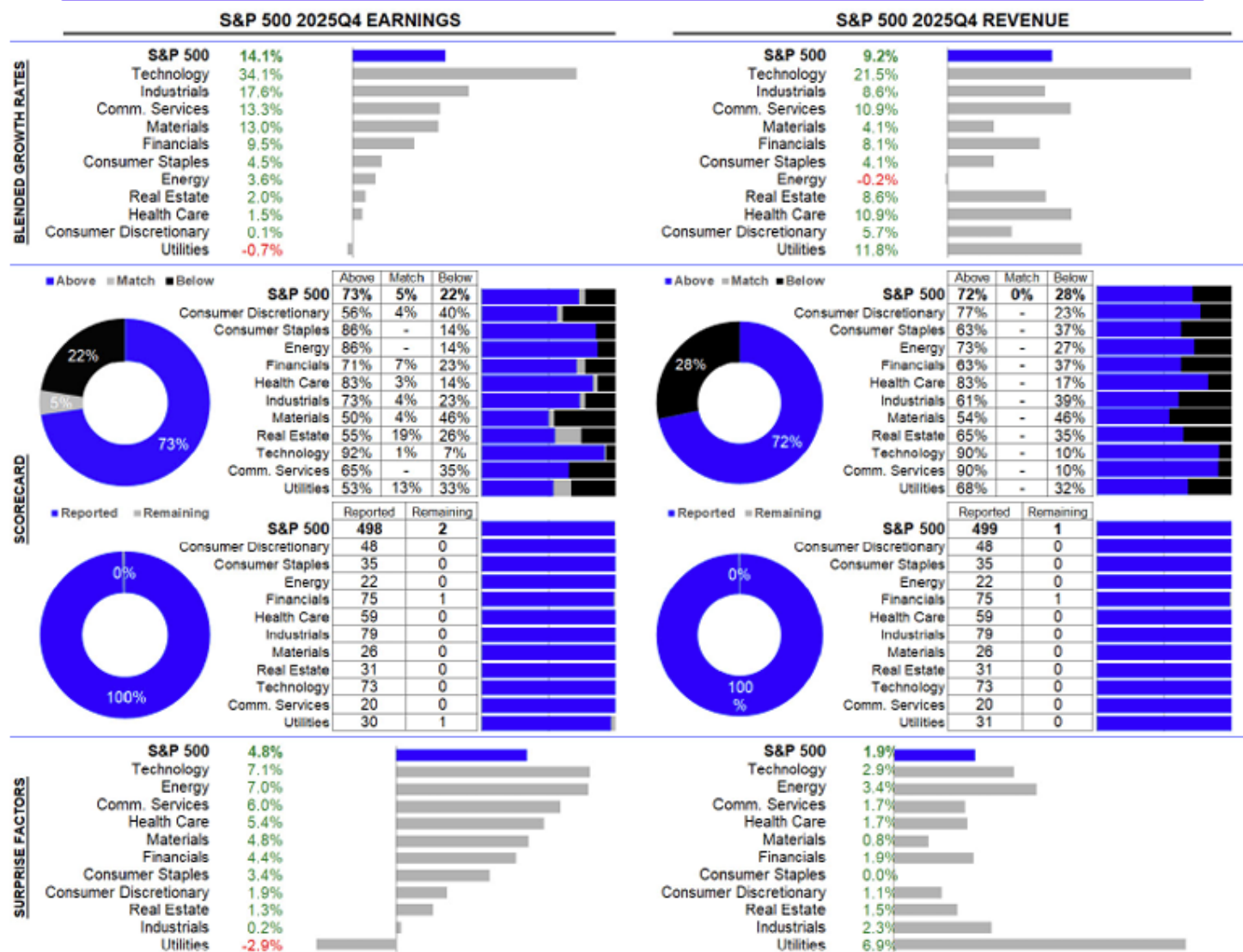
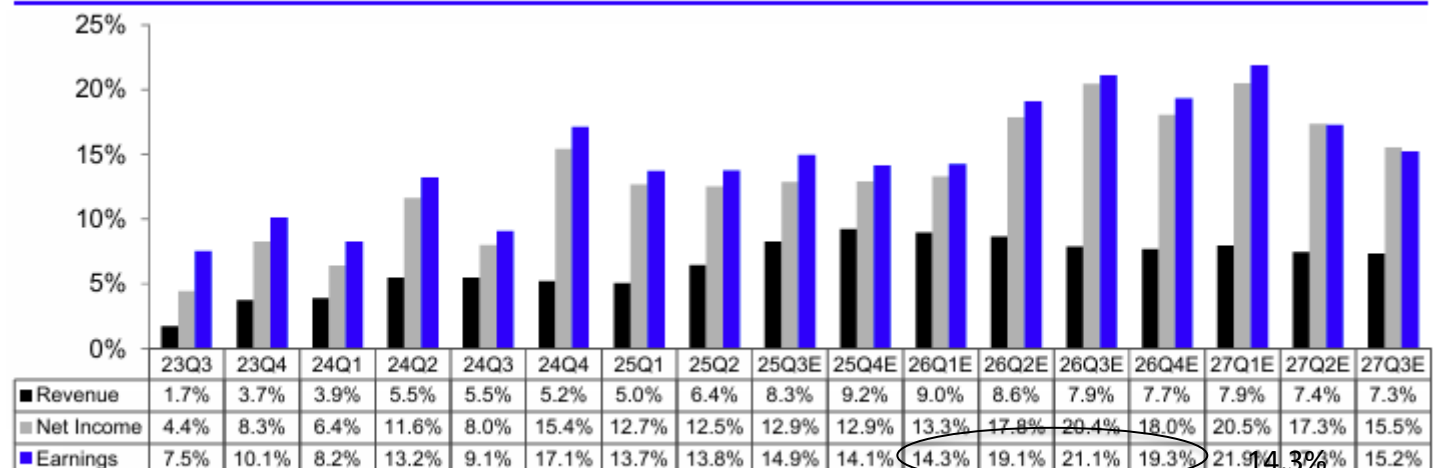


Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source: LSEG I/B/E/S



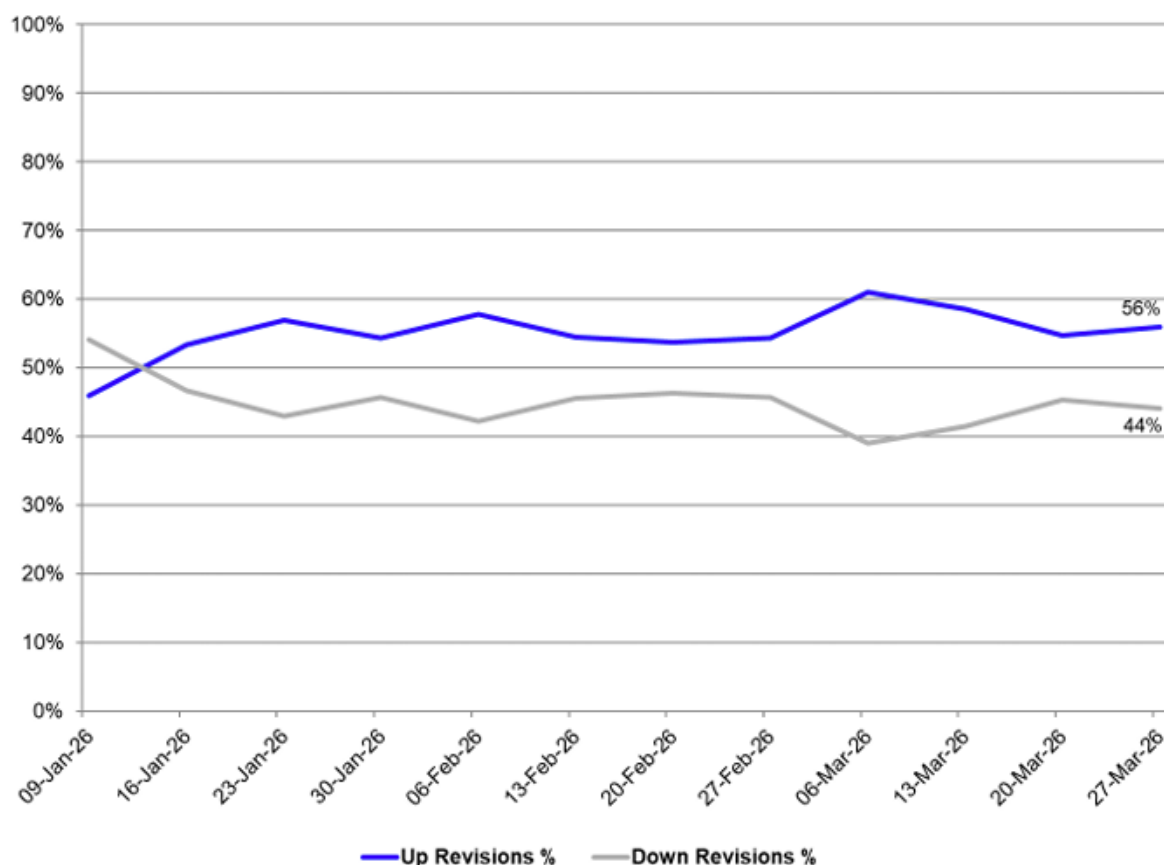
RENTA VARIABLE

Página 17

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

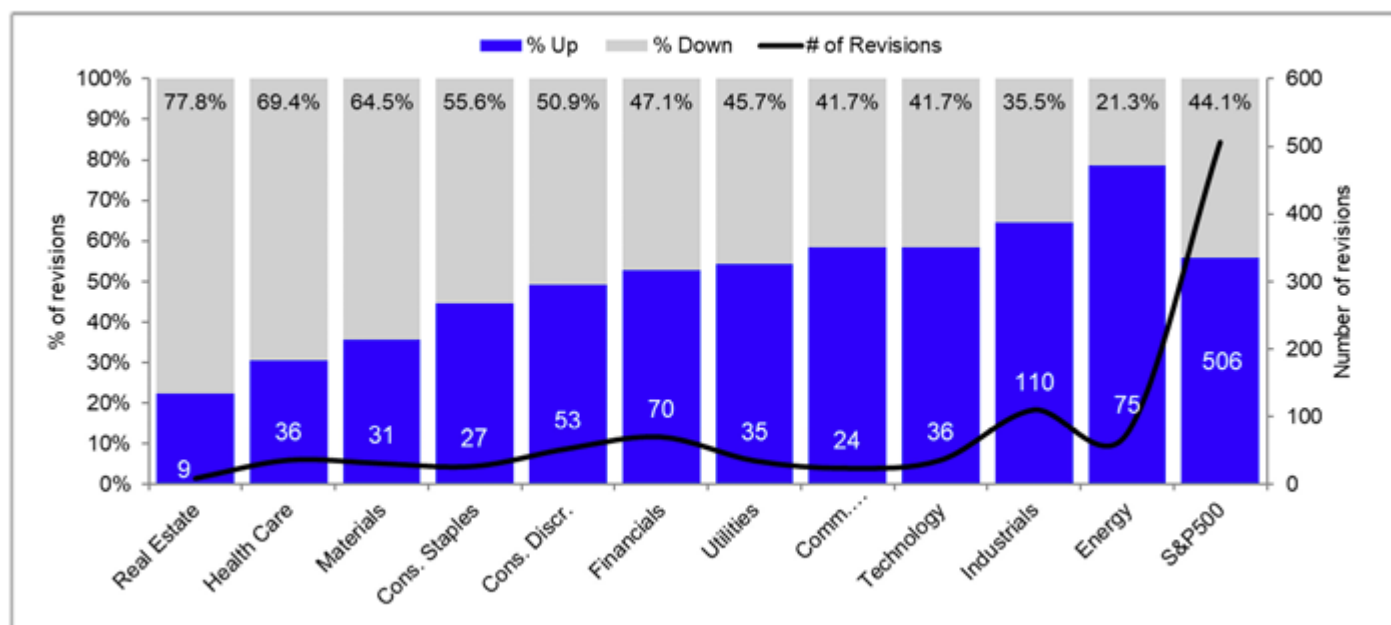
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales y tendencia: EE.UU.

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



Source: LSEG I/B/E/S

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



Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

Página 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

Perspectiva fundamental (WTI). Banda objetivo: 80-90 USD/barril

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

Factores alcistas a corto plazo para los precios del crudo

- Advertencia de traders: Operadores del mercado advierten que la gravedad de la crisis energética no está siendo plenamente comprendida. Anticipan escasez en países occidentales a corto plazo.
- Escenario de 150\$/barril: Los traders apuestan por un Brent en 150 dólares en abril ante problemas de suministro. Refleja un mercado dominado por primas de riesgo geopolíticas.
- Escenario extremo de 200\$/barril: Según Macquarie, el petróleo podría alcanzar los 200 dólares si el conflicto se prolonga hasta junio. Este escenario implicaría una disrupción severa del crecimiento global.
- Impacto en petrolero en Qatar: Un misil iraní habría alcanzado un petrolero en aguas de Qatar, según Reuters. El incidente confirma la escalada directa sobre infraestructuras energéticas y eleva el riesgo sobre rutas críticas de suministro en el Golfo.
- Ataque a petrolero kuwaití: Irán habría atacado un petrolero kuwaití anclado en Dubái. El hecho amplía el perímetro de riesgo más allá de Ormuz, afectando a nodos logísticos clave del Golfo.
- Iniciativa de Emiratos Árabes Unidos: Los Emiratos Árabes Unidos estarían presionando para que EE. UU. ocupe islas controladas por Irán en la zona estratégica del estrecho. Paralelamente, impulsan una resolución de la ONU que legitime el uso de la fuerza para garantizar la apertura del paso por Ormuz.
- Inventarios en Fujairah: Las reservas de productos petrolíferos en Fujairah (EAU), uno de los principales hubs energéticos globales, cayeron un 5% en la última semana de marzo. Se sitúan en mínimos de seis meses, señalando un mercado físico cada vez más tensionado.
- Producción de EE. UU.: La producción de petróleo estadounidense registró su mayor caída en dos años durante las tormentas invernales de enero. Esto reduce el colchón de oferta en un momento especialmente delicado para el equilibrio global.
- Posición reciente de Trump: Trump estaría dispuesto a poner fin al conflicto sin necesidad de reabrir el Estrecho de Ormuz. Esto implicaría aceptar un escenario de disrupción parcial del comercio energético a cambio de una desescalada política.
- Infraestructura rusa dañada: Los puertos rusos de Primorsk y Ust-Luga han vuelto a sufrir incendios tras ataques con drones. Se consolida la vulnerabilidad del suministro ruso. Esto añade presión adicional al suministro global desde el lado ruso.
- Entrada de los hutíes: Los hutíes, respaldados por Irán, han entrado en el conflicto. Su participación incrementa el riesgo sobre rutas marítimas adicionales, especialmente en el Mar Rojo.
- Control formal de Hormuz: Irán estaría avanzando hacia la formalización de su control sobre el estrecho, incluyendo la imposición de peajes. Esto equivaldría a un cambio estructural en el comercio energético global y un mayor precio del crudo en destino. El Parlamento iraní habría aprobado esta ley.
- Envío ruso a Cuba: Un petrolero ruso con 100.000 toneladas ha llegado a Cuba con aprobación estadounidense. Es un movimiento táctico para aliviar crisis energéticas puntuales sin tensionar más el mercado. En todo caso, y aunque de forma marginal, supone el desvío de crudo disponible.

Factores bajistas a corto plazo para los precios del crudo

- “Línea de meta” del conflicto: El secretario de Estado Marco Rubio afirmó que Estados Unidos ya vislumbra el “final” del conflicto con Irán. La declaración sugiere que Washington percibe avances tácticos o presión suficiente como para forzar una resolución.
- Flujos Rusia-China vía Kazajistán: Estados Unidos permitiría que Kazajistán continúe exportando crudo a China a través de oleoductos rusos hasta marzo próximo. La medida refleja pragmatismo energético para evitar tensiones adicionales en el suministro global.
- Paso seguro de buques chinos: Dos portacontenedores chinos lograron cruzar el estrecho de Hormuz con éxito. Esto indica que, pese a la tensión, el tráfico no está completamente interrumpido, aunque sí altamente condicionado.
- Reanudación energética China-EE. UU.: China planea retomar importaciones de energía estadounidense como parte de una estrategia de diversificación de suministros. Esto sugiere un reajuste táctico en su política energética ante el riesgo geopolítico.
- Recorte de producción de refino en China por destrucción de demanda: Refinerías independientes chinas (las llamadas “teapots”) están reduciendo producción ante el encarecimiento del crudo. Es una señal temprana de destrucción de demanda inducida por precios.
- Destrucción de demanda en Europa: La UE está promoviendo recortes en el consumo de petróleo y gas, especialmente en transporte. Es una respuesta típica en fases avanzadas de crisis energética para contener precios y escasez.
- Coalición internacional: El jefe militar francés está coordinando con 35 países una misión para reabrir Hormuz. Indica creciente internacionalización del conflicto.



MATERIAS PRIMAS

Página 19

METALES PRECIOSOS – ORO

El oro sigue contando con el respaldo que supone el actual nivel de riesgo geopolítico, pero estaría perdiendo su rol de activo refugio frente al UST. No obstante, los riesgos a corto parecen limitados.

Principales drivers para el oro

El oro ha perdido uno de los factores que lo convertían en el mejor activo antifrágil: una menor oferta relativa.

El oro, en gran medida como los bonos del Tesoro de EE.UU., es un activo antifrágil. Los inversores deciden cuál mantener como herramienta de protección ante la inestabilidad del mercado, y decidirán según cuál de los dos esperen que tenga mejor comportamiento en momentos de perturbación macroeconómica. Tal decisión depende en buena medida de su oferta relativa, ya que el activo más escaso tiende a superar al otro en rentabilidad. En cuanto a la oferta del US Treasury, mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo (sacando de su balance) bonos del Tesoro y con ello elevando su oferta, el oro cumplió mejor esa función de activo refugio. Esto podría estar detrás de su espectacular recorrido en el último año (que es cuando la FED mantuvo el QT). Sin embargo, ahora que la Fed ha anunciado el fin del QT, reduciendo con ello la oferta de bonos del Tesoro, estos podrían recuperar su papel preeminente como activo refugio preferido en 2025, en detrimento del oro. En tanto en cuanto la Fed mantenga esta decisión, y ya no se deshaga de más bonos, la oferta de USTs volvería a ser limitada, lo que favorecería el retorno de los bonos del Tesoro como activo refugio preferente y relegaría al oro a un segundo plano en rentabilidad.

Pasemos a los riesgos identificados para el actual recorrido alcista del oro, todos ellos controlados.

1. **Tipos nominales y reales en USD más altos (Riesgo BAJO-MEDIO).** El alza del oro de 1976-1980 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación, provocando una apreciación del USD. Este hecho puso fin al rally del oro.
2. **Apreciación del USD (riesgo BAJO-MEDIO).** El *rally* del oro en el periodo 1985-1988 terminó cuando Alemania se retiró del Acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir, y con ellos también el USD. De igual modo, en el periodo 2001-2011 —cuando la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz a 1.800 USD/oz—, la política de «guns & butter» de George W. Bush estimuló alzas económicas en países de mercados emergentes, que se convirtieron en los nuevos compradores activos, entre ellos el oro. Pero esa tendencia duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011 (con la consecuente depreciación de las monedas emergentes). Ello encareció el coste de funding en USD para las empresas emergentes, provocando un freno en estas economías, y también en su impulso comprador de activos (entre ellos el Oro).
3. **Pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes (riesgo BAJO).** Seguimos teniendo una visión favorable para estas economías.



DIVISAS

Página 20

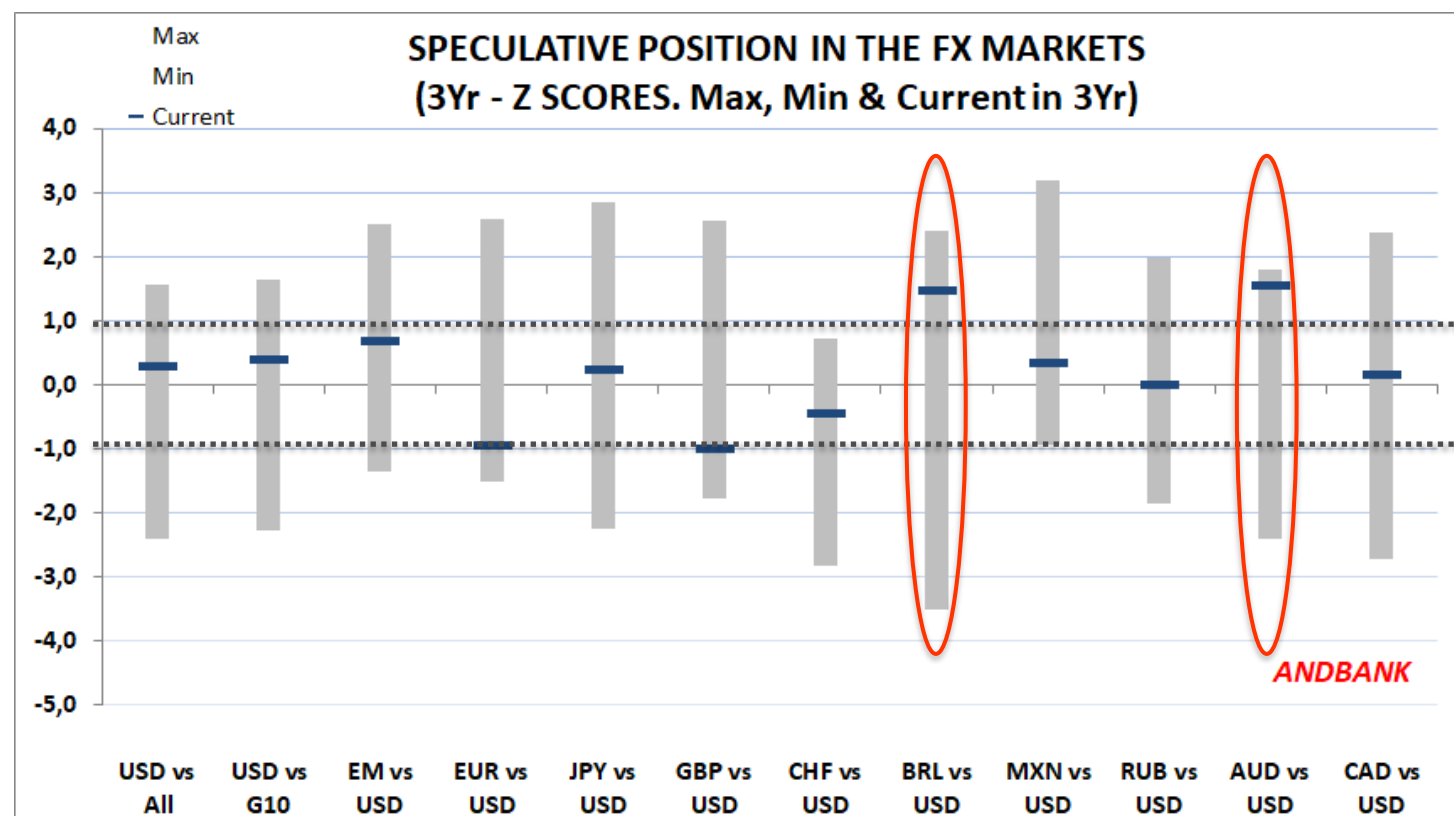
TIPOS DE CAMBIO

Análisis de flujos y perspectivas a corto plazo

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	3-yr Max (Bn \$)	3-yr Min (Bn \$)	3-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	6,50	26,13	32,1	-28,2	1,1	0,29
USD vs G10	9,53	26,03	32,7	-25,4	2,7	0,39
EM	3,03	-0,10	4,0	-0,8	2,1	0,68
EUR	1,35	-21,73	26,8	-8,6	10,8	-0,94
JPY	-4,95	-5,87	5,8	-15,0	-6,4	0,25
GBP	-4,90	-0,09	4,3	-7,7	-2,0	-0,98
CHF	-4,30	2,36	0,2	-7,0	-3,4	-0,44
BRL	0,94	0,23	1,1	-0,8	0,1	1,49
MXN	2,09	-0,33	3,3	-0,5	1,7	0,36
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	4,96	1,24	6,1	-5,5	-0,5	1,56
CAD	-0,12	-2,13	6,1	-11,3	-0,9	0,18

ANDBANK

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



ANDBANK

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

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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

Página 21

Asset Class	Indices	Performance Last 30 days	Performance YTD (2026)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-4,6%	-4,1%	6.567	7.095	8,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	-4,4%	0,6%	596	602	1,0%
	SPAIN - IBEX 35	-1,9%	1,3%	17.537	18.360	4,7%
	MEXICO - MXSE IPC	-2,0%	7,6%	69.203	72.399	4,6%
	BRAZIL - BOVESPA	-1,0%	16,3%	187.389	180.000	-3,9%
	JAPAN TOPIX	-5,8%	7,7%	3.671	3.846	4,8%
	China SSE Comp. A share	-5,6%	-0,5%	4.140	4.241	2,4%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-6,1%	1,8%	2.577	2.757	7,0%
	INDIA - SENSEX	-8,9%	-14,2%	73.134	81.206	11,0%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-13,2%	-1,8%	761	823	8,0%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,8%	-0,1%	4,31	4,50	2,8%
	UK 10 year Gilt	-3,5%	-1,8%	4,84	4,75	5,5%
	German 10 year BUND	-2,1%	-0,5%	3,00	3,00	3,0%
	Japanese 10 year Govie	-1,7%	-1,3%	2,29	2,25	2,6%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-2,5%	-0,8%	3,48	3,60	2,5%
	Italy - 10yr Gov bond	-3,7%	-1,9%	3,85	3,75	4,7%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,6%	-1,5%	3,42	3,40	3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,9%	-1,2%	3,23	3,30	2,7%
	Greece - 10yr Gov bond	-3,7%	-2,0%	3,76	3,80	3,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,2%	0,0%	71,37	60	3,1%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-2,2%	-2,2%	352,89	290	7,5%
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	0,7%	63,15	75	4,1%
	Credit USD HY - CDX HY	-1,2%	-0,3%	385,44	400	7,2%
Fixed Income EMEA	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-12,0%	-19,2%	30,28	30,00	32,5%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond (local)	-0,1%	0,5%	1,81	1,75	2,3%
	India - 10yr Gov bond (local)	-2,3%	-1,9%	7,03	6,00	15,3%
	Singapore - 10yr Gov bond (local)	-2,2%	0,7%	2,17	1,75	5,5%
	Indonesia - 10yr Gov bond (local)	-1,0%	-2,9%	6,64	6,00	11,7%
	South Korea - 10yr Gov bond (local)	-1,7%	-1,7%	3,59	3,00	8,3%
	Taiwan - 10yr Gov bond (local)	-0,7%	-0,8%	1,49	2,50	-6,6%
	Philippines - 10yr Gov bond (local)	-6,1%	-4,6%	6,74	5,75	14,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond (local)	-0,5%	0,1%	3,58	3,00	8,2%
	Thailand - 10yr Gov bond (local)	0,2%	0,5%	2,05	1,25	8,5%
	Vietnam - 10yr Gov bond (local)	-0,3%	-0,4%	4,27	4,25	4,4%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-3,9%	-0,7%	9,27	9,50	7,4%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,6%	-1,5%	6,17	6,50	3,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-2,4%	1,2%	13,96	13,50	17,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,7%	-1,1%	6,33	6,50	5,0%
Commodities	Oil (WTI)	40,0%	73,0%	99,3	85,00	-14,4%
	GOLD	-6,4%	6,3%	4.758,5	4.500	-5,4%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,5%	-1,0%	1,16	1,15	-1,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,6%	-1,1%	1,33	1,34	0,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,1%	0,1%	0,87	0,86	-1,6%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,7%	0,0%	0,79	0,79	-0,3%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,1%	-1,1%	0,92	0,91	-1,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,8%	1,2%	158,53	150,0	-5,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,2%	0,1%	184,24	172,5	-6,4%
	USDMXN (price of 1 USD)	3,1%	-1,0%	17,83	18,50	3,7%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,5%	-2,0%	20,71	21,28	2,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	-0,3%	-5,9%	5,16	5,40	4,7%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,8%	-6,8%	5,99	6,21	3,6%
	USDARS (price of 1 USD)	-0,8%	-4,7%	1.383	1.300	-6,0%
	USDINR (price of 1 USD)	1,9%	3,8%	93,28	91	-2,6%
	CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-0,02	6,87	7,00	1,9%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

AVISO LEGAL

Página 22

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.