

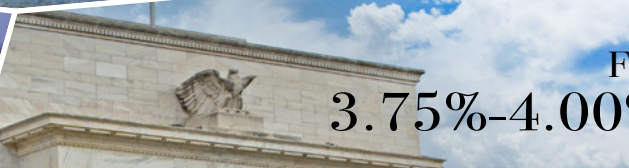
ANDBANK /
Private Bankers

Opinión Corporativa

4T 2026



2021 2022 2023 2024 2025 2026



Fed
3.75%-4.00%



Brent
\$110

A map of the Middle East region, with Iran highlighted in red and labeled 'IRAN'. The map is tilted and appears to be part of a larger collage.

?

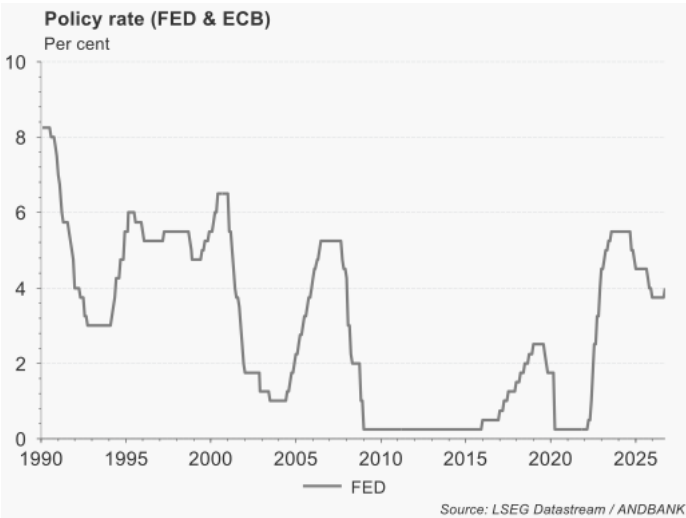
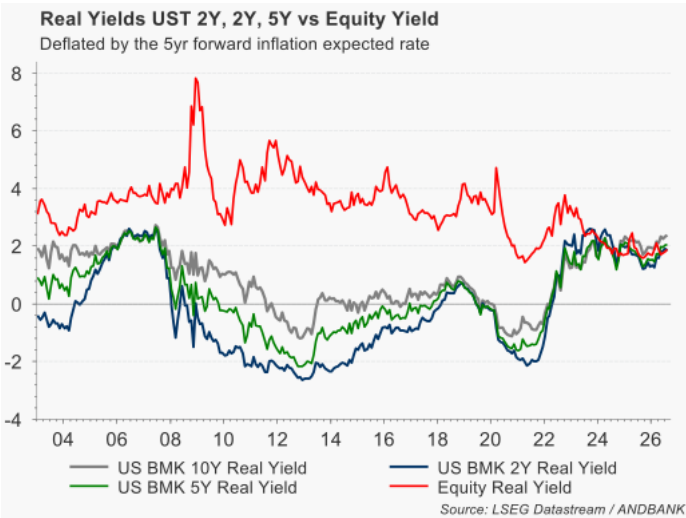
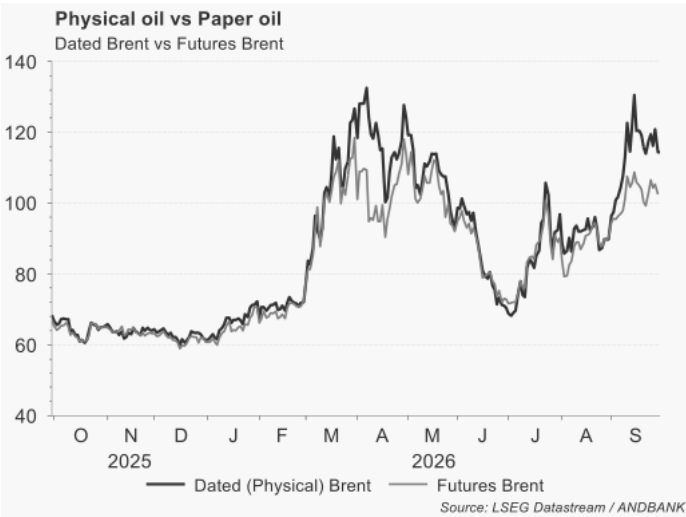
?



RESUMEN EJECUTIVO

/ 2

GRÁFICOS DEL MES



RENTA VARIABLE - MERCADOS DESARROLLADOS & MERCADOS EMERGENTES

Índices	Monthly Price performance (% change)	YTD Price performance (% change)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
USA - S&P 500	-0,5%	12,1%	7.671	8.205	7,0%
Europe - Stoxx Europe 600	-1,9%	8,6%	643	679	5,7%
SPAIN - IBEX 35	-1,6%	13,9%	19.712	19.584	-0,6%
MEXICO - MXSE IPC	-0,6%	1,2%	65.111	67.760	4,1%
BRAZIL - BOVESPA	4,6%	14,1%	183.828	189.000	2,8%
JAPAN TOPIX	-0,9%	20,5%	4.109	4.405	7,2%
China SSE Comp. A share	-2,8%	-3,2%	4.028	4.099	1,8%
CHINA - SHENZEN COMPOSIT	-5,7%	-5,0%	2.404	2.544	5,8%
INDIA - SENSEX	-5,6%	-14,4%	72.953	76.028	4,2%
VIETNAM - VN Index	-3,5%	-0,9%	1.769	1.918	8,4%
MSCI EM ASIA (in USD)	-0,7%	24,9%	968	1.042	7,6%

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

Índices	Monthly Price performance (% change)	YTD Price performance (% change)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
US Treasury 10 year Govie	-3,4%	-5,3%	5,21	5,00	6,9%
UK 10 year Gilt	-1,7%	-3,5%	5,33	5,50	4,0%
German 10 year BUND	-2,0%	-3,5%	3,55	3,50	4,0%
Japanese 10 year Govie	-0,8%	-6,4%	3,05	3,00	3,5%
Spain - 10yr Gov bond	-2,4%	-3,8%	4,06	4,00	4,6%
Italy - 10yr Gov bond	-3,1%	-5,4%	4,51	4,25	6,6%
Portugal - 10yr Gov bond	-2,6%	-4,2%	3,96	3,90	4,4%
Ireland - 10yr Gov bond	-1,5%	-3,0%	3,65	3,80	2,4%
Greece - 10yr Gov bond	-4,0%	-5,4%	4,39	4,30	5,1%
Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	1,5%	62,64	60	3,3%
Credit EUR HY-Itraxx Xover	-1,1%	1,6%	300,59	260	6,8%
Credit USD IG - CDX IG	0,1%	2,9%	59,07	75	4,3%
Credit USD HY - CDX HY	-0,4%	5,3%	312	400	4,6%

RENTA FIJA - MERCADOS EMERGENTES
DEUDA SOBERANA PRINCIPAL

Bonds (local currency)	Monthly Price performance (% change)	YTD Price performance (% change)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Turkey - 10yr Gov bond (local currency)	-4,7%	-25,5%	32,76	30,00	54,8%
China - 10yr Gov bond	0,3%	2,5%	1,68	1,50	3,1%
India - 10yr Gov bond	-1,2%	0,5%	7,14	6,50	12,3%
Singapore - 10yr Gov bond	-0,9%	-0,5%	2,45	2,50	2,1%
Indonesia - 10yr Gov bond	-1,3%	-4,0%	7,16	6,00	16,4%
South Korea - 10yr Gov bond	-0,5%	-5,7%	4,30	4,00	6,7%
Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	-3,1%	1,86	2,50	-3,3%
Philippines - 10yr Gov bond	-2,4%	-8,4%	7,60	7,00	12,4%
Malaysia - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,8%	4,04	3,25	10,3%
Thailand - 10yr Gov bond	-1,5%	-5,4%	2,30	2,25	2,7%
Vietnam - 10yr Gov bond	0,3%	-0,1%	4,48	5,25	-1,7%
Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,6%	1,1%	9,60	10,00	6,4%
Mexico - 10yr Govie (USD)	-4,7%	-6,2%	7,11	7,00	8,0%
Brazil - 10yr Govie (Loc)	5,8%	6,6%	14,13	14,00	15,1%
Brazil - 10yr Govie (USD)	-3,2%	-3,6%	7,01	7,00	7,1%

MATERIAS PRIMAS & DIVISAS

Bonds (local currency)	Monthly Price performance (% change)	YTD Price performance (% change)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Oil (WTI)	6,7%	54,9%	88,9	80,0	-10,0%
GOLD	-3,4%	-13,6%	4.180,8	4.000	-4,3%
EURUSD (price of 1 EUR)	-2,1%	-3,4%	1,13	1,15	1,4%
GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,3%	-1,8%	1,32	1,33	0,5%
EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	-1,7%	0,86	0,86	0,9%
USDCHF (price of 1 USD)	3,00/o	5,2%	0,83	0,80	-4,0%
EURCHF (price of 1 EUR)	0,9%	1,6%	0,95	0,92	-2,7%
USDJPY (price of 1 USD)	-1,7%	0,4%	157,28	155,0	-1,4%
EURJPY (price of 1 EUR)	-3,8%	-3,1%	178,35	178,3	-0,1%
USDMXN (price of 1 USD)	5,9%	0,2%	18,04	18,50	2,6%
EURMXN (price of 1 EUR)	3,6%	-3,3%	20,44	21,28	4,1%
USDBRL (price of 1 USD)	0,2%	-5,0%	5,20	5,20	0,0%
EURBRL (price of 1 EUR)	-1,9%	-8,3%	5,90	5,98	1,4%
USDARS (price of 1 USD)	0,8%	5,0%	1,524	1.600	5,0%
USDINR (price of 1 USD)	0,6%	6,8%	95,98	95	-1,0%
CNY (price of 1 USD)	-0,3%	-4,1%	6,70	7,00	4,4%



TENDENCIAS ESTRUCTURALES

/ 3

1. Sector de la energía nuclear: ¿solución al cuello de botella energético?

- **La IA devuelve la nuclear al centro del mercado.** Los centros de datos exigen energía limpia, firme y disponible 24/7, y la nuclear es la única fuente que cumple las tres condiciones a gran escala y con capacidad de crecer (factor de capacidad >90%, sin emisiones en operación y sin depender del clima). Tras casi dos décadas plana, la demanda eléctrica de EE.UU. Vuelve a crecer (~2% anual. récord de 4.135 TWh en 2026). Sobre una base de ese tamaño equivale a añadir cada año ~80 TWh – equivalente al consumo de un país como Bélgica–. Los centros de datos son el principal motor: pasarán del 4,4% del consumo en 2023 a entre el 7% y el 12% en 2028 (Lawrence Berkeley National Laboratory). Los inconvenientes no desaparecen: residuos de alta actividad, inversiones de miles de millones y más de una década entre licencia y puesta en marcha.
- **Viento regulatorio de cola.** Las órdenes ejecutivas de mayo de 2025 fijan el objetivo de 400 GW en 2050 (cuadruplicar los ~100 GW actuales) y agilizan el licenciamiento y las pruebas de reactores avanzados. La iniciativa UPRISE del Departamento de Energía busca gigavattios rápidos con aumentos de potencia (uprates) y reinicios de plantas existentes, y la NRC permite extender la vida útil de los reactores de agua ligera de 60 a 80 años. El apoyo es bipartidista, pero exige proyectos con viabilidad real a corto plazo.
- **Operadores consolidados: los ganadores a corto plazo.** Las utilities con flota nuclear operativa capturan la prima de escasez con PPAs (contratos de compra de energía) a 20 años con los hyperscalers. Constellation (CEG), la mayor flota del país (~22 GW), reabrirá la Unidad 1 de Three Mile Island (Crane Clean Energy Center) para Microsoft (835 MW). Vistra (VST), segundo operador nuclear no regulado del país tras comprar Energy Harbor, cerró en enero con Meta más de 2.600 MW (Beaver Valley, Perry y Davis-Besse, incluidos 433 MW de aumentos de potencia). Cotizan ya con múltiplos premium, como activos defensivos con alta visibilidad de flujo de caja.
- **Cadena de combustible y componentes, con carteras de pedidos plurianuales.** Un subsegmento a considerar: Centrus (LEU) es el único enriquecedor doméstico de HALEU (uranio poco enriquecido de alto ensayo, el combustible de los reactores avanzados), con una cartera de 4.500 M\$ hasta 2040, si bien ~3.000 M\$ son compromisos contingentes ligados a hitos operativos, y un PER de ~74-87x. BWX Technologies (BWXT), proveedor casi exclusivo de reactores navales, acumula 8.400 M\$ de cartera y cotiza a ~40x con el respaldo de contratos federales. Ambas operan con márgenes brutos del ~22-24% y netos del ~10%. Standard Nuclear (STDN, combustible TRISO) recortó el tamaño de su OPV y cayó en su debut de julio.
- **SMR: del hype al escrutinio.** Los reactores modulares pequeños (NuScale, Oklo —cuyo consejo presidió Sam Altman hasta 2025— y Nano Nuclear) cotizaron como favoritos del boom de la IA sin apenas ingresos: NuScale solo facturó ~75.000 \$ en el 2T26. Como era de esperar, la presión de los short Sellers iba a ser elevada y, efectivamente, los bajistas han ganado ~2.000 M\$ apostando contra el grupo, que ha perdido ~30.000 M\$ de capitalización desde máximos (FT, agosto 2026). El precio sobre valor en libros se ha comprimido y disponen de liquidez para varios años de inversión (NuScale ~1.900 M\$), pero no generarán negocio relevante antes de 2-3 años y la dilución seguirá presente.
- **Rechazo social a los centros de datos.** Según Data Center Watch, la oposición local bloqueó o retrasó ~130.000 M\$ en proyectos de centros de datos solo en el 1T26 (75 proyectos) y otros ~68.000 M\$ en el 2T26 por su consumo de agua y electricidad, y los reguladores temen que la ampliación de red acabe en la factura de los hogares (Pensilvania ya endurece la aprobación de estos proyectos). La paradoja, según The Economist: los ciudadanos prefieren hoy vivir cerca de una central nuclear que de un centro de datos, lo que empuja a los hyperscalers al autoabastecimiento nuclear dedicado.

Opinión — FAVORABLE, pero matizada. La demanda de la IA y el apoyo regulatorio sostienen la temática a largo plazo, si bien el valor se concentra hoy en los operadores con flota en marcha (Constellation, Vistra), con contratos a 20 años y caja visible, y en la cadena de combustible y componentes (BWXT y, con mayor riesgo de ejecución, Centrus, cuya cartera depende en buena parte de hitos). Sus múltiplos ya descuentan buena parte de esta historia, lo que reduce el margen de error. En los SMR el mercado ha dejado de pagar por el relato y exige licencias y obra física: hasta que lleguen hitos concretos, la volatilidad y el riesgo de dilución seguirán dominando.

2. Retrasos en Data Centers asociados al rechazo social (local backlash): outlook sobre semiconductores

- Algunos proyectos de data centers empiezan a mostrar retrasos, llevando a los hyperscalers, normalmente como arrendatarios, a protegerse contractualmente frente a posibles desviaciones del calendario. Esto abre una duda relevante: si parte del hardware ya comprometido, especialmente semiconductores, podría quedar temporalmente sin capacidad física donde operar, presionando las guías de ventas del sector. El origen suele estar en riesgos de permisos y oposición local, por impacto sobre agua, aire, red eléctrica y tarifas.
- La mayoría de expertos coinciden en que un centro de datos puede beneficiar a la comunidad cercana, incluso reducir la factura eléctrica: 1) Ingresos y actividad local. La construcción de un data center genera empleo, contratación de proveedores locales e ingresos fiscales. Una vez operativo, mantiene empleos técnicos y administrativos. 2) Nueva infraestructura energética local. Estos proyectos suelen financiar nueva generación eléctrica, líneas, subestaciones o refuerzos de red que también prestan servicio a la comunidad. La zona puede ganar capacidad, resiliencia y fiabilidad sin asumir íntegramente la inversión. 3) Una factura potencialmente menor si el data center comparte red y paga una tarifa que cubre plenamente la nueva capacidad que requiere. Raramente la nueva demanda obligaría a construir centrales o líneas cuyo coste acabe trasladándose a los hogares.

Opinión — FAVORABLE. Pensamos que estos obstáculos tenderán a resolverse, especialmente allí donde los proyectos acrediten beneficios locales tangibles, incluida inversión en red, empleo, ingresos fiscales y, bajo ciertos acuerdos, menor presión sobre la factura eléctrica. Entre los beneficios directos e indirectos que un Data Center puede tener sobre una comunidad, destacamos: 1)



TENDENCIAS ESTRUCTURALES

/ 4

3. Sector de las tierras raras

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

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

4. Sector “Space”

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

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 5

EE.UU.

la Fed retoma las subidas. La TIR del UST aún no ha dicho su última palabra. Calma en el Equity.

Deuda: Los bonos ajustan expectativas. TiRes más altas por más tiempo.

Los PMI mejores de lo esperado y el rebote del petróleo han llevado la TIR del Treasury 10Y al 5,11%, y el sesgo sigue siendo alcista. La clave ya no es solo si el empleo crece, sino si crece frente a una oferta laboral que ahora aumenta menos. Y es que las restricciones migratorias reducen el número de nuevos trabajadores disponibles, bajando el umbral de empleo necesario para mantener estable el paro, por lo que unos payrolls aparentemente bajos ya no implican necesariamente debilidad económica ni caída de inflación, ni de TiRes. Con menor oferta laboral, incluso una creación moderada de empleo puede tensionar salarios, inflación y, por lo tanto, tipos de interés a corto y a largo plazo. Por otro lado, está el fuerte crecimiento de beneficios empresariales en EE. UU., que sugieren que la contratación podría volver a repuntar, aunque con cierto retraso. Históricamente, los beneficios adelantan a las nóminas unos seis meses, lo que apunta a más presión salarial hacia 1T 2027. Es por ello que la inflación que hoy observamos viene parcialmente alimentada por empleo e inflación salarial, por lo que no vemos retrocesos claros en las rentabilidades de los bonos en los próximos meses; incluso podría haber más presión al alza, pero el equity puede resistir si los beneficios siguen fuertes. El contraargumento es que la IA permita crecer sin contratar mucho más, aunque por ahora no se observa un "jobpocalypse" laboral.

En lo que respecta a la Fed, los mercados de renta fija ya descontaban la subida de septiembre, lo que limitó la reacción inmediata en las rentabilidades (yields) del Tesoro. El desarrollo más relevante fue la revisión al alza de la senda de política monetaria esperada. Las rentabilidades subieron moderadamente en el tramo intermedio de la curva, a medida que los inversores ajustaban sus expectativas hacia un periodo más prolongado de política monetaria restrictiva. La perspectiva de subidas adicionales en 2026 reforzó la idea de que la Fed está dispuesta a priorizar el control de la inflación por encima de las preocupaciones sobre el crecimiento.

Renta Variable: Contención tras la Fed, por la fortaleza de beneficios

Los mercados de renta variable reaccionaron sin sobresaltos a la subida de la Fed y a su tono más hawkish. La Fed suele desplegar tres tipos de estrategia monetaria (y cada una afecta al mercado de equity de forma diferente): 1) Non Cycle Fed Hikes: Consiste en una o dos subidas de tipos preventivas. 2) Slow Cycle Fed Hikes: Más de tres subidas de tipos, pero espaciadas entre ellas, con la Fed esperando a 1-2 reuniones para acometer la siguiente subida. 3) Fast Cycle Fed Hikes: Más de tres subidas de tipos y todas consecutivas. El mercado de equity reacciona de forma diferente ante cada estrategia de política monetaria de la Fed: ante un Non Cycle el S&P acumula un 12% en los 12 meses subsiguientes a la primera subida, y un 25% en los 24 meses subsiguientes. Mientras que en un "fast cycle" el S&P acumula un -5% en los 12 meses subsiguientes, para quedarse flat al cabo de 24 meses. Nosotros esperamos un movimiento del tipo "Non Cycle", como aparentemente también espera el mercado.

Decisión del FOMC: subida de 25 bps con más endurecimiento a la vista

El FOMC votó a favor de una subida de 25 puntos básicos (bps), situando el rango objetivo de los fondos federales en 3,75%-4,00% en su reunión del 16 de septiembre —la primera subida desde julio de 2023, tras cinco reuniones consecutivas sin cambios en lo que va de año—, señalizando además al menos una subida adicional de 25 bps durante 2026 (el dot plot mostró que 16 de 18 participantes esperan otra subida este año). Las proyecciones actualizadas sitúan la inflación PCE en 3,7% para 2026, moderándose hacia el 2,3% en 2027. Los responsables de política monetaria reaccionaron a un entorno externo que se deteriora, ya que la crisis de Ormuz devolvió el precio del petróleo por encima de los 100 USD por barril, mientras que la resiliencia de la economía doméstica y el fuerte gasto en consumo añadieron presiones inflacionistas adicionales.

Cabe destacar que la decisión fue unánime, lo que demuestra un fuerte grado de cohesión dentro del Comité, en un contexto de presión pública desde la Casa Blanca para recortar tipos. Si bien la subida en sí había sido ampliamente anticipada por los mercados financieros (con una probabilidad superior al 90% descontada previamente), la senda de política monetaria actualizada implicó un tono más hawkish de lo que esperaban los inversores.

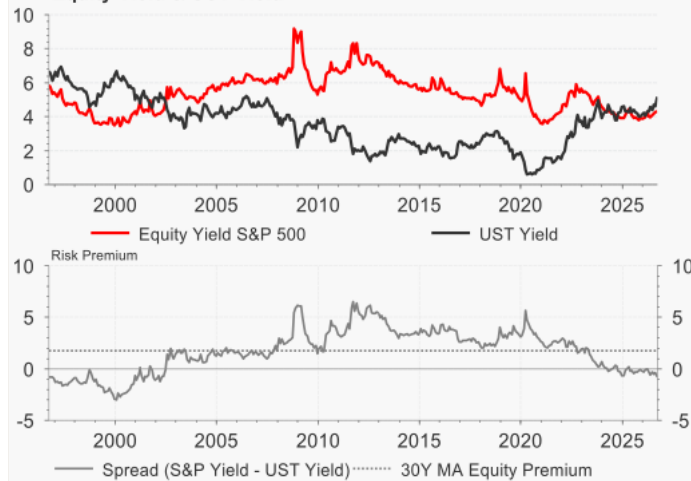
US price-to-earning ratio

S&P 500



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Equity Yield & UST Yield



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Geopolítica: la crisis de Irán encarece la energía y complica el mandato de la Fed

Las tensiones geopolíticas continúan pesando sobre el sentimiento de mercado, en particular la crisis en curso relacionada con Irán, para la cual no parece probable una resolución inmediata. El impacto más directo ha sido el repunte de los precios energéticos, que se traslada a las expectativas de inflación y complica

los esfuerzos de la Reserva Federal por mantener la estabilidad de precios. No obstante, los comentarios del presidente Warsh tras la reunión pusieron de relieve un cambio relevante en la valoración del Comité: si bien el shock energético sigue siendo relevante, los responsables de política monetaria pusieron mayor énfasis en la fortaleza subyacente de la economía estadounidense.

La actividad económica no solo se ha mantenido resiliente, sino que ha mostrado señales de reacceleración, apoyada en unas condiciones saludables del mercado laboral, un gasto de los hogares robusto y una mejora en las tendencias de inversión empresarial. Como resultado, la Fed muestra una preocupación creciente por que la demanda doméstica pueda mantener la inflación por encima del objetivo incluso después de que se disipe el impacto de los mayores precios energéticos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (S&P): SOBREPONDERAR

Deuda soberana (UST10): SOBREPONDERAR (rend. objetivo: 5,00%)

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

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

Tipo de cambio (Índice DXY): NEUTRAL



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 6

EUROPA

Buenos fundamentales macros y de resultados sostienen un año positivo en Renta Variable

El sentimiento ha seguido mejorando, con mejor momentum manufacturero en la Europa core y mantenimiento de las buenas lecturas de servicios en la periferia. Resistencia macro, con un PIB del segundo trimestre que sorprendió al alza, aunque con un reparto geográfico desigual (mejor Alemania, peor Francia). En Alemania, mejora de la actividad apoyada en múltiples frentes (consumo, gasto público, sector exterior), a falta todavía de una mejor contribución de la inversión privada.

El shock energético se está trasladando directamente a la inflación general, al alza (3,3% y/y en agosto), mientras que la subyacente (2,4% y/y) se mantiene contenida. Quedamos pendientes de los efectos indirectos y de posibles efectos de segunda ronda, que por el momento no se confirman (las expectativas de inflación a medio plazo de los consumidores caen y los salarios se mantienen controlados). En palabras del BCE: "la inflación va a estar alta, por encima del objetivo, durante más tiempo del esperado". Europa se aproxima al invierno con niveles de reservas de gas muy bajos, por debajo del rango de los últimos cinco años, por lo que la seguridad del suministro dependerá en buena medida de que el invierno sea suave. Los riesgos sobre los precios siguen sesgados al alza.

En este entorno —con una inflación que aprieta y un crecimiento que no decepciona— el BCE realizó una subida "hawkish" en septiembre, dejando una función de reacción muy clara. Los niveles de inflación a corto plazo distan de ser cómodos, pero al explicarse por un shock de oferta, invitan a subidas "medidas". Los implícitos de mercado descuentan más de tres subidas adicionales entre 2026 y 2027. Dada la incertidumbre geopolítica, el tono hawkish de la última reunión y la volatilidad de la energía, incorporamos una nueva subida de +25 bps. en diciembre y no descartamos otra adicional hasta el 3% (2027) si la energía no cede.

En el plano político, estamos atentos a Francia, Reino Unido y Alemania. Entramos en el trimestre de presupuestos (clave para Francia), a la espera de la presentación del programa político del nuevo primer ministro Burnham, y de las elecciones locales en Alemania (con el reciente repunte de apoyo a AfD y la pérdida de confianza en el canciller Merz, sin que esto comprometa, de momento, la expansión fiscal). 2027 será un gran año electoral en buena parte del G4 europeo, con Francia como principal foco de riesgo.

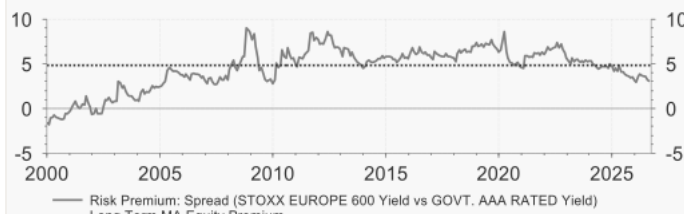
Mercados de renta variable

Los mercados europeos de renta variable han vivido unas condiciones muy positivas hasta finales de agosto. Varios catalizadores se conjugaron para llevar a los principales índices a retornos superiores al 10% en el acumulado del año. Por un lado, el broadening de mercado que ya habíamos visto en EE. UU. se ha extendido a Europa. Esto ha derivado en un mercado en el que el factor momentum seguía comportándose mal y, sin embargo, el mercado subía: un patrón sano que se ha traducido en un mayor reparto de las rentabilidades positivas, más allá de sectores puntuales como banca o energía.

Este buen comportamiento tuvo su principal fundamento en la excepcional temporada de resultados del segundo trimestre: el 63% de las compañías del Stoxx 600 batió expectativas, con un crecimiento de beneficios ajustados del +23% y/y y una sorpresa positiva del 5%. El 64% superó las estimaciones de ventas, con un crecimiento de ingresos del +10% interanual. El crecimiento estuvo liderado por energía (EPS +111% y ventas +38%), aunque todos los sectores, salvo consumo discrecional, mostraron crecimiento positivo. Excluyendo energía, el crecimiento se sitúa en +13% en Europa y +12% en la Eurozona. Una vez más, los sectores ligados al consumo tuvieron un comportamiento más discreto.

Estos buenos resultados han derivado en mayores revisiones al alza de las estimaciones de beneficios, con Europa igualando las tasas de revisiones positivas de EE. UU. tras varios trimestres rezagada. Aunque el crecimiento de beneficios sigue siendo claramente superior en EE. UU. por el mayor peso de las empresas ligadas a la IA, si atendemos a la mediana los crecimientos resultan más parejos. Creemos que, de materializarse las noticias sobre una ralentización en el desarrollo de la IA por razones de seguridad, este efecto debería beneficiar (en términos relativos) a Europa frente a EE. UU. Aunque es pronto para calibrar la magnitud de la noticia, consideramos que es un punto importante a vigilar por sus posibles implicaciones.

Equity Yield (Europe) vs Risk Free Yield10Y



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

Euro area price-to-earnings
Europe Stoxx 600



Source: LSEG Datastream / ANDBANK

El factor de riesgo más relevante, en nuestra opinión, se encuentra en las curvas de tipos a largo plazo y en las expectativas de inflación. El repunte generalizado de las tasas está empezando a generar dudas sobre la capacidad de los bancos centrales para controlar las curvas; si este movimiento sigue cogiendo tracción, la renta variable debería acusarlo. Con un crecimiento de beneficios cercano al 10%, creemos que el potencial de revalorización anual debería rondar esa misma cifra, dado que el múltiplo cotiza en niveles razonables y no prevemos un re-rating ni un de-rating significativos en los próximos meses.

En lo que respecta a España, el IBEX 35 cerró agosto con una subida de prácticamente el 1%, situándose entre los mejores mercados de renta variable del año, con un +15,5% a 31 de agosto (casi un 18% incluyendo dividendos). Dado el elevado peso de la banca en el índice y el buen año en resultados y estimaciones de la gran banca española, el índice se ha visto muy soportado en estos meses; desde máximos, corrige en torno a un 3%, en línea con los grandes índices europeos.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Stoxx Europe): NEUTRAL - SOBREPONDERAR

Deuda soberana (países centrales y periféricos):

- Centrales: NEUTRAL (Bund, rendimiento objetivo: 3,5%)

- Periferia.: NEUTRAL (IT 4,25%; ES 4,0%; PT 3,9%; IR 3,8%; GR 4,3%)

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

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

Tipo cambio (EUR/USD): 1,15



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 7

CHINA

Tecnológicas chinas con valuaciones bastante más exigentes que las estadounidenses

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

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

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

Detalle sobre los factores que impulsan el índice STAR 50

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

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

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

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

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

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



encapsulado, software EDA, etc.), hasta alcanzar ese 70% de autosuficiencia (a igualdad de competitividad, se entiende).

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

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

¿Un objetivo quizás más realista?

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

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable: Shanghai / Shenzhen: INFRAPONDERAR / INFRAPONDERAR.

Renta variable: STAR 50: NEUTRAL

Deuda soberana (bono a 10 años): INFRAPONDERAR (rend. objetivo: 1,50%)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 8

JAPÓN

Aumentamos el crecimiento en EPS al 14% en 2026. Nuevo precio objetivo para el Topix 4,600.

Beneficios se revisan al alza.

Los beneficios japoneses están siendo revisados al alza, no a la baja. El TOPIX muestra una mejora más sana y amplia, apoyada por bancos, electrónica, industriales y demanda ligada a IA. El Nikkei presenta un momentum de EPS más explosivo, pero más dependiente de valores de gran peso. El crecimiento en EPS proyectado para el Topix es del 13% yoy en 2026, y de +10% en 2027. Daiwa AM proyecta para TOPIX 4.400 a cierre de 2026 y 4.800 a cierre de 2027.

El desempeño del sector bancario genera cierta preocupación, y los semis también compiten por el capital en USA.

Nikkei analizó la dinámica que impulsa la fortaleza del sector bancario japonés, planteando interrogantes sobre las expectativas de subida de tipos del Banco de Japón, que han sido el principal motor hasta ahora. Las ganancias acumuladas en lo que va del año del sector bancario, del 50%, han sido un factor destacado para el buen desempeño del índice, junto con importantes operaciones de IA. Dicho esto, los indicadores de mercado sobre las expectativas de tipos de interés finales, a primera vista, parecen justificar el optimismo. Las acciones bancarias han mostrado una buena correlación con el OIS a 2 años y 1 año, que actualmente se sitúa en el 2,4%, lo que implica varias subidas más en el horizonte. Sin embargo, el artículo de Nikkei señaló preocupaciones sobre la sostenibilidad a futuro. El tipo de interés oficial del Banco de Japón está en el 1,00%, con expectativas de subir al 1,25% ahora en septiembre. Por otro lado, Kioxia, empresa japonesa de semiconductores especializada en memoria y almacenamiento de datos, contempla recaudar 10.000 millones de dólares mediante su salida a bolsa en EE. UU. (a través de la cotización de sus ADR). Kioxia busca mayor liquidez tras haber recomprado acciones por valor de miles de millones de dólares en Japón. Los ADR también podrían permitir a Kioxia integrarse en un índice bursátil especializado en el sector de semiconductores.

FX: Los especuladores se inclinan hacia posiciones netas largas en yenes.

Reuters citó los últimos datos de la CFTC que muestran que las posiciones no comerciales en yenes se inclinaron hacia posiciones netas largas de 10.796 contratos en la semana que finalizó el 8 de septiembre, tras posiciones netas cortas de 92.227 en la semana anterior, lo que marca la primera semana con posiciones netas largas desde febrero. Este cambio confirmó los rumores previos del mercado sobre una intervención oficial. Nikkei profundizó en los factores que impulsaron este cambio y describió la intervención conjunta de EE. UU. y Japón en el mercado de divisas como factor destacable, así como los comentarios de Bessent que aumentaron las perspectivas de una aceleración de las subidas de tipos del Banco de Japón y la especulación de que el GPIF destinará una mayor ponderación de su cartera a activos en yenes. Sin embargo, los fondos apalancados aún mantienen posiciones netas cortas de 49.098. ¿Margen adicional para subidas del Yen?

Equities: Las reformas del índice Topix podrían generar efectos adversos

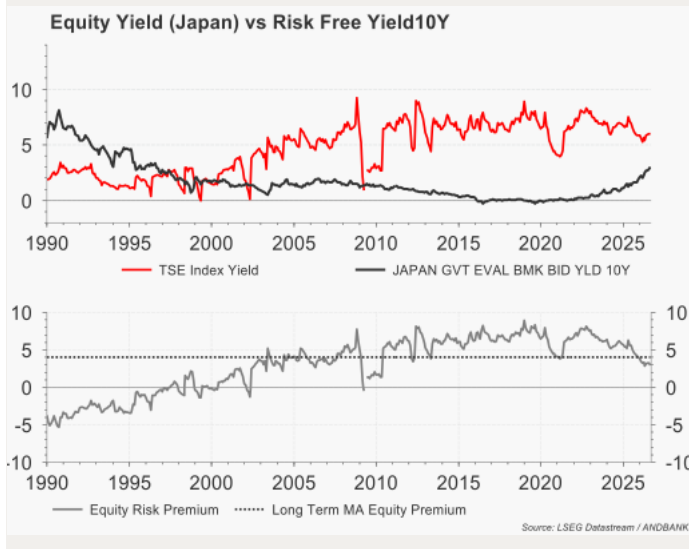
El Nikkei adelantó detalles sobre las reformas de transición del índice Topix (cuya entrada en vigor está prevista para octubre), las cuales reducirán drásticamente el número de empresas integrantes: desde las cerca de 2.200 que había en abril de 2022 (momento del lanzamiento del plan) hasta un grupo central definitivo de aproximadamente 1.000 compañías para julio de 2028. Esta transición apunta a generar un efecto neto adverso debido a la considerable reducción global de alternativas, aunque también fomentará entradas de capital anticipadas en los valores que se incorporen al índice. El artículo incluía una lista de los potenciales nuevos integrantes que cumplen los criterios de elegibilidad, basada en datos de julio. La Bolsa de Tokio (TSE) publicará la lista de los nuevos componentes el 7 de octubre, para su implementación a finales de ese mismo mes.

Capex de Japón en USA se centrará en infraestructura energética.

El titular del Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón (METI) indicó que los nuevos proyectos de inversión derivados del acuerdo arancelario entre Estados Unidos y Japón se concentrarán en la industria energética/eléctrica: centrales de gas, subestaciones y transmisión, equipos eléctricos, transformadores eléctricos o reactores modulares pequeños de última generación. No se refiere solo a utilities tradicionales, sino a infraestructura eléctrica para la era de IA. La segunda tanda pública ya había incluido hasta 73.000 millones de dólares: unos 40.000 millones en SMR en Tennessee y Alabama, 17.000 millones en gas en Pennsylvania y 16.000 millones en gas en Texas. Hasta la fecha, los proyectos relacionados con la energía/eléctricidad han representado cerca de una quinta parte del valor total del acuerdo, cifrado en 550.000 millones de dólares.

El Banco de Japón (BOJ) se dispone a subir los tipos 25 puntos básicos la próxima semana. Tiene hoy los tipos reales más bajos de los DM.

El organismo planea elevar su tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 1,25%, durante la reunión de política monetaria de los días 17 y 18 de septiembre, con el objetivo de contener las presiones inflacionistas derivadas del aumento de los precios del crudo y de la



depreciación del yen. Esta medida supondría el intervalo más breve dentro del actual ciclo de endurecimiento monetario iniciado en marzo de 2024. Los tipos reales en Japón están hoy en el -0,9% (tipo oficial en el 1% con inflación en 1,9%). En Europa los tipos reales están en el -0,8% (tipo ECB en 2,5%, con una inflación en 3,3%). En los EUA, el tipo real está en el +0,23% (tipo Fed en 3,5%-3,75% vs un CPI del 3,4%).

Los efectos de la apreciación del JPY contribuyen a diluir el optimismo sobre acciones japonesas.

Un frente abierto es el de las repercusiones de la fortaleza de la divisa en los resultados empresariales tras la apreciación del yen en unas 10 unidades frente al dólar desde la intervención conjunta de EE. UU. y Japón a finales de julio. Tras una sólida temporada de resultados del 2T, impulsada en parte por la debilidad del yen, muchas empresas se enfrentan ahora a vientos en contra en los niveles actuales. Un subgrupo de 20 empresas industriales de primera línea registró un beneficio operativo conjunto de 779.800 millones de yenes (5.000 millones de dólares) en el 1T, del cual cerca del 90% provino de ganancias extraordinarias derivadas del tipo de cambio. El Nikkei ha señalado indicios de inquietud sobre las perspectivas de las acciones de Japón. Una conocida conferencia de UBS sobre gestión de patrimonios para inversores globales observaba que el interés por Japón ha disminuido desde el 2T, viéndose eclipsado por Europa como vía preferente de diversificación. Prueba de ello fue que las entradas de capital en renta variable han mostrado un comportamiento mixto tras alcanzar su máximo en el segundo trimestre. El descenso de algunos ratios financieros del Nikkei frente a la renta variable europea y estadounidense apunta a un debilitamiento de su futura rentabilidad relativa. Si bien un análisis de Nomura reveló que el ROE agregado del primer trimestre alcanzó un máximo histórico del 12,1% anualizado.

Perspectivas de mercado: recomendaciones

Renta variable (Topix): SOBREPONDERAR

Deuda soberana: NEUTRAL (rendimiento objetivo: 3,00%)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 9

BRASIL

Elecciones Reñidas en un Entorno de Tasas a la Baja y Crecimiento Débil

Elecciones: comicios reñidos con implicaciones para el mercado.

Las elecciones presidenciales se celebrarán en octubre, en dos rondas, el 4 y el 25 de octubre. El presidente en funciones, Lula (Luiz Inácio Lula da Silva), del izquierdista Partido de los Trabajadores (PT), busca la reelección. Si gana, gobernará el país por cuarta ocasión (fue presidente en 2003-2006, 2006-2010 y 2023-2026). El principal contendiente de la oposición es Flávio Bolsonaro, candidato de derecha e hijo del expresidente Jair Bolsonaro (2019-2022), quien actualmente se encuentra bajo arresto domiciliario por un intento de golpe de Estado a inicios de 2019.

La contienda está muy cerrada, con ambos candidatos estadísticamente empatados en prácticamente todas las encuestas electorales. Los consultores políticos consideran que el resultado es impredecible. La atención del mercado es alta, con una mayor afinidad hacia las propuestas económicas de Flávio Bolsonaro, quien promete reformas adicionales orientadas a mejorar la dinámica de la deuda pública (que se ha deteriorado mucho en el último periodo). Durante el tercer mandato del presidente Lula, la deuda bruta se deterioró en alrededor de 10 puntos porcentuales y actualmente se ubica por encima de 80% del PIB.

El banco central recorta la tasa de interés por quinta reunión consecutiva

El Comité de Política Monetaria (Copom) recortó la tasa Selic en 0.25 puntos porcentuales, de 14% a 13.75% anual, en línea con el consenso de mercado. Este fue el quinto recorte consecutivo, acumulando 125 puntos base. El ciclo es el más gradual desde la creación del Comité y ha sido descrito como un proceso de "calibración de tasas de interés".

La postura conservadora del Banco Central de Brasil (BCB) refleja varios factores. Primero, el entorno externo es más incierto y exige cautela: además de los temas geopolíticos, algunas economías importantes se mueven en dirección contraria a la de Brasil al elevar sus tasas de interés. Segundo, el Copom ha enfrentado un deterioro continuo en las previsiones de inflación, y continúa evaluando que los riesgos para el IPCA están sesgados al alza.

Entonces, ¿por qué seguir recortando la Selic? La calibración ha sido posible gracias a la desaceleración del ritmo de crecimiento del país. Los datos de inflación, por su parte, mejoraron en el margen. El IPCA general y las medidas subyacentes se mantienen por encima de la meta (3%), pero han desacelerado a niveles por debajo del límite superior del rango de tolerancia (4.5%). El modelo que proyecta la inflación para el llamado horizonte relevante de política monetaria continúa apuntando a 3.2% para el primer trimestre de 2028, es decir, "en torno" a la meta. El Banco Central parece sentirse cómodo con este escenario.

En general, esta reunión trajo pocas novedades. Los desafíos siguen siendo los mismos, pero no impidieron que el BCB continuara con el proceso de calibración. Nuestra expectativa es que el ciclo de relajamiento continúe a este ritmo de 0.25 puntos porcentuales, con la Selic llegando a 13.25% en diciembre de 2026. No hay señales de que se pretenda detener el ciclo, el cual solo se interrumpiría ante un incremento significativo del estrés financiero, por ejemplo, con repercusiones sobre el tipo de cambio.

La economía se desacelera

El IBC-Br, indicador mensual proxy del PIB calculado por el Banco Central de Brasil, cayó 0.22% en julio, frente a un consenso de -0.20%. Tras un crecimiento débil en el segundo trimestre, julio confirmó la desaceleración de la actividad económica.

En lo que va del año hasta julio, el IBC-Br acumula un avance de apenas 1.5%, y el arrastre estadístico para 2026 es de 1.2%. Todo indica que Brasil registrará su crecimiento anual más débil desde 2020, año de la pandemia. La lectura acumulada de doce meses a junio se ubicó en +1.48%. Las previsiones de PIB han sido revisadas a la baja, tanto para este año como para 2027.

El consenso para el próximo año se ubica en 1.45% (encuesta Focus). Las tasas de interés en Brasil se mantienen históricamente muy elevadas, las tasas a largo plazo de mercado están altas, se espera que la expansión del crédito se desacelere, los bancos se están volviendo más conservadores, y es probable que el impulso fiscal del gobierno sea mucho menor. Esto ocurre en un contexto de alto endeudamiento de los hogares y una confianza generalmente baja.

Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

Renta variable (Bovespa): INFRAPONDERAR

Deuda soberana en BRL: SOBREPOND. (dif. obj.: 900 pb; rend. obj.: 14%)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL (dif. obj.: 200 pb; rend. obj.: 7%)

Tipo de cambio (BRL/USD): NEUTRAL (objetivo a medio plazo: 5,20)

Brazil MSCI Index price-to-earning



Brazilian Equities Underperform EM Indices



BRAZIL - SPREAD 10Y GOV BOND vs UST





COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 10

MÉXICO

Presupuesto 2027, entre la Disciplina Fiscal y la Deuda Creciente

Política monetaria: Banxico mantiene la pausa, pero el mercado empieza a dudar

Banxico mantuvo la tasa de referencia en 6.50% y, tras conocerse la decisión de la Fed, sesionará durante la semana del 21 de septiembre. La pausa continúa siendo el escenario base para lo que resta de 2026; sin embargo, la curva volvió a incorporar expectativas de alzas conforme avanzaron agosto y septiembre. Al 17 de septiembre, el mercado descontaba 18 puntos base acumulados para el 3T26, 3 pb para el 4T26, 60 pb para el 1T27 y 131 pb para el 4T27, un ajuste que supera claramente lo que se descontaba un mes antes.

Actividad económica e inflación: la inversión repunta mientras el consumo pierde impulso

La inversión fija bruta repuntó 1.3% m/m y 5.9% y/y en junio, en tanto que el consumo privado retrocedió 0.4% m/m, aunque conservó un avance anual de 1.6%. La inflación general aumentó de 3.12% en julio a 3.26% en agosto. La subyacente cedió a 3.88%, mientras que la no subyacente subió a 1.13%, movimiento que reflejó principalmente un rebote en los precios de frutas y verduras.

Política fiscal: las claves del Presupuesto 2027

Hacienda plantea reducir los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) de 4.1% del PIB en 2026 a 3.9% en 2027, cifra por encima del 3.5% previsto en abril. El balance presupuestario mejoraría de -3.6% a -3.4%, y reaparecería un superávit primario cercano a 0.5% del PIB. Los ingresos presupuestarios pasarían de 23.0% a 23.2% del PIB, mientras que el gasto neto avanzaría de 26.6% a 26.7%. La reforma amplía la base del Impuesto a la Renta Empresarial mediante límites a deducciones, pérdidas fiscales e intereses, sin elevar las tasas generales. El gasto programable disminuiría de 18.9% a 18.5% del PIB, pero el no programable aumentaría por el costo financiero. Si la recaudación resulta menor a la esperada, no existe un colchón evidente por el lado del gasto. Las transferencias a Pemex bajarían de aproximadamente \$263.5 mil millones en 2026 a \$81.1 mil millones en 2027. Aun así, la deuda total del sector público federal aumentaría de 54.0% a 55.0% del PIB, y alcanzaría cerca de 56.5% en 2031.

Política comercial: avanza la revisión del T-MEC en medio de gestiones con Washington

La cuarta ronda de revisión del T-MEC seguía programada para septiembre en Washington, precedida por conversaciones informales entre México y Estados Unidos. México conserva una posición preferencial: cerca de 85% de sus exportaciones ingresa sin arancel cuando cumple las reglas de origen. El gobierno solicitó suspender la imposición de nuevos aranceles mientras avanza la revisión. Marcelo Ebrard, secretario de Economía de México, presentó un estudio para respaldar que Estados Unidos reduzca de 25% a 15% el arancel aplicable a vehículos fabricados en México, en línea con las tarifas otorgadas a otros socios comerciales.

Mercados financieros

Renta variable. Mantenemos una visión neutral, con alta selectividad. La exposición local conserva baja sensibilidad directa a la narrativa de IA. Nuestro estimado a 12 meses considera un crecimiento en utilidades de 19% (en línea con el consenso) y un múltiplo PER actual de 15.25x, ligeramente por debajo de su promedio de los últimos diez años (17.75x). Con ello, ubicamos el nivel objetivo a 12 meses en 75,000 puntos, frente a los 64,000 actuales.

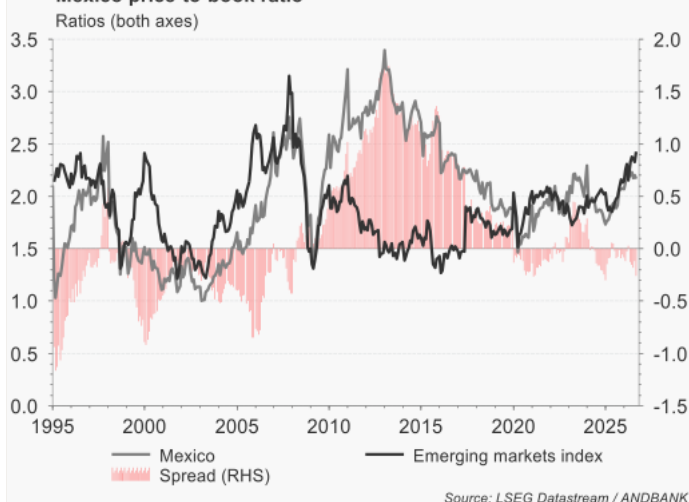
Renta fija. La curva en pesos permanece empinada. El mercado pasó de descontar 91 bps de alzas hacia el 4Q27 el 21 de agosto, a 131 bps al 17 de septiembre. La estrategia favorece Udibonos y Cetes a dos años, además de sustituir duración nominal por duración real. Al 4 de septiembre, el diferencial del M10 frente al Treasury se ubicó en 4.37%; nuestro estimado se mantiene en 500 bps, considerando nuestra expectativa de política monetaria y un spread UMS contra Treasury de 173 bps, con una expectativa de mediano plazo de 200 bps. Las tasas elevadas y la volatilidad continúan ofreciendo puntos de entrada atractivos.

Tipo de cambio. Mantenemos una postura neutral en USD/MXN. La moneda continúa funcionando como válvula de ajuste ante el entorno externo, con riesgos ligados a la política monetaria de Estados Unidos y a la negociación comercial. Nuestro estimado para el cierre del año se mantiene en 18.25, sin descartar episodios de volatilidad asociados al frente comercial, a eventos geopolíticos globales o a la intromisión de Trump en la política de seguridad local.

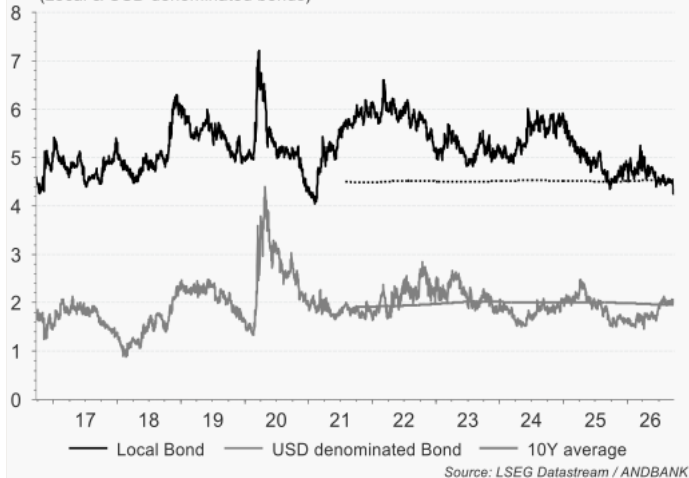
Mexico MSCI Index price-to-earning



Mexico price-to-book ratio



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



Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos del análisis fundamental

Renta variable (IPC México): NEUTRAL

Deuda soberana en MXN: INFRAPONDERAR (dif. obj.: 500 bps; rend. obj.: 10%)

Deuda soberana en USD: NEUTRAL. (dif. obj.: 200 bps; rend. obj.: 7%)

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



COYUNTURA MACROECONÓMICA

/ 11

ARGENTINA

Una Economía que pierde impulso pese al buen momento del Agro y el Boom Energético

Política: Reforma Electoral y la Disputa por las Internas

El Senado reactivará el debate en comisiones sobre la reforma electoral, y dentro del oficialismo continúan las negociaciones con bloques opositores dialoguistas para avanzar en la eliminación o suspensión de las elecciones internas, mecanismo que podría permitirle a la oposición peronista dirimir sus disputas internas y construir una coalición, lo que implicaría un escenario más desafiante para La Libertad Avanza de Milei en las elecciones presidenciales de 2027. Según las reglas electorales de Argentina, un candidato gana en primera vuelta solo si supera (i) más del 40% de los votos y (ii) una diferencia de 10 puntos sobre el segundo. Las encuestas sugieren que es probable que Milei alcance el umbral del 40%, favorecido por la dinámica polarizante de la contienda, pero la diferencia de 10 puntos es la condición más incierta, ya que depende de si la oposición compite unida o fragmentada. Esa incertidumbre está empujando al peronismo hacia la realización de su propia interna, lo que complica el impulso del gobierno por eliminar las internas por completo y eleva las probabilidades de una elección general más competitiva. El gobierno, por su parte, se apoya en el argumento fiscal: los funcionarios sostienen que eliminar las internas ahorraría al país aproximadamente 200 MM USD.

Actividad Económica: Una Economía de Dos Velocidades

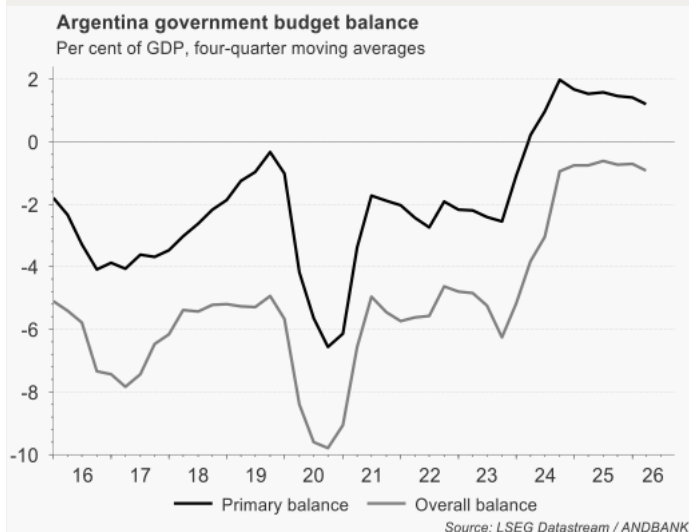
La actividad económica creció 1,9% y/y. en el 1H26, pero el 2T26 mostró una contracción de 0,9% q/q — una señal de pérdida de impulso. La historia de fondo es de una marcada divergencia sectorial. El agro, la minería y la intermediación financiera están funcionando muy por encima del promedio. La campaña agrícola va camino a un récord histórico (168 MMt en los 10 principales cultivos), mientras que las exportaciones energéticas ahora se proyectan en 16.000–17.500 MM USD, por encima de la proyección original de 12.000 MM USD. En contraste, los sectores intensivos en mano de obra aún no muestran señales de repunte: la industria manufacturera cayó -4,9% y/y, con 12 de los 16 rubros industriales en contracción, y la construcción cayó -4,5% y/y, aunque el otorgamiento de permisos privados de edificación aumentó un notable +31,6% y/y. — un posible indicador adelantado de recuperación. Los economistas recortaron sus proyecciones de crecimiento para 2026 a 2,1%, desde el 3,5% proyectado en diciembre pasado, y muy por debajo del 5% de crecimiento que el gobierno incorporó en su presupuesto anual.

Inflación Agosto: Ritmo Más Lento, pero Todavía Persistente

El IPC se ubicó en 1,7% m/m, en línea con las expectativas del mercado. En términos interanuales, la inflación se desaceleró solo marginalmente, a 33,5% desde 33,8%. La magnitud modesta de la desaceleración, pese a los vientos de cola desinflacionarios provenientes de un peso fuerte y una demanda doméstica débil, apunta a una inercia significativa en la formación de precios. Al desagregar los componentes, la inflación núcleo se ubicó en 1,8% m/m (sin cambios respecto al 1,8% de julio), los productos estacionales cayeron -0,9% m/m (un giro frente al +4,5% de julio), y los precios regulados subieron +2,2% m/m (vs. +2,1% en julio).

Petróleo y Gas: El Gas Natural Toma el Centro de la Escena

YPF avanza en el desarrollo del proyecto Argentina LNG junto a sus socios Eni y XRG. El CEO Horacio Marín señaló que la empresa está cerca de firmar entre dos y tres contratos de venta de GNL de entre 0,5 y 1,5 MTPA cada uno, de cara a la decisión final de inversión prevista para noviembre. El proyecto incluye dos unidades flotantes de licuefacción de 6 MTPA cada una, con el objetivo de comenzar a operar en 2030–31. Mientras tanto, se trabaja junto a JPMorgan y Santander para estructurar un financiamiento de proyecto de aproximadamente 14.000 MM USD. Por otro lado, Pampa Energía obtuvo la aprobación para incluir su proyecto de fertilizantes en el régimen de incentivo para grandes inversiones. La iniciativa contempla una inversión estimada de 2.700 MM USD para construir un complejo industrial, con una capacidad de producción anual de 2,1 millones de toneladas de urea granulada. Se prevé que la planta comience a operar hacia fines de 2029. El proyecto competirá con Profertil, la principal productora de urea de Argentina, que también tiene planes propios para duplicar su capacidad de producción. El negocio de los fertilizantes está directamente ligado al gas natural, el insumo clave para la producción de urea, lo que convierte al desarrollo de Vaca Muerta en un factor habilitante crítico para asegurar la disponibilidad de gas a largo plazo. Argentina y Brasil importan actualmente millones de toneladas de fertilizantes por año, lo que abre una ventana significativa para la sustitución de importaciones.



Perspectivas de mercado: recomendaciones y objetivos

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

Tipo de cambio (USD/ARS): NEGATIVO (objetivo para el cierre de 2026: 1.600)



RENTA VARIABLE

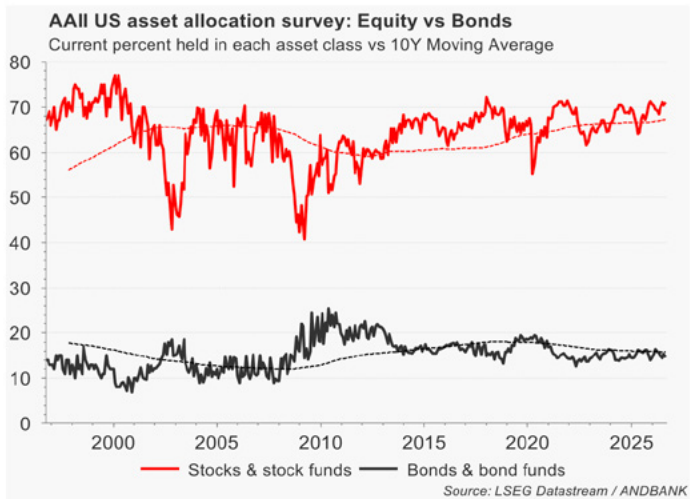
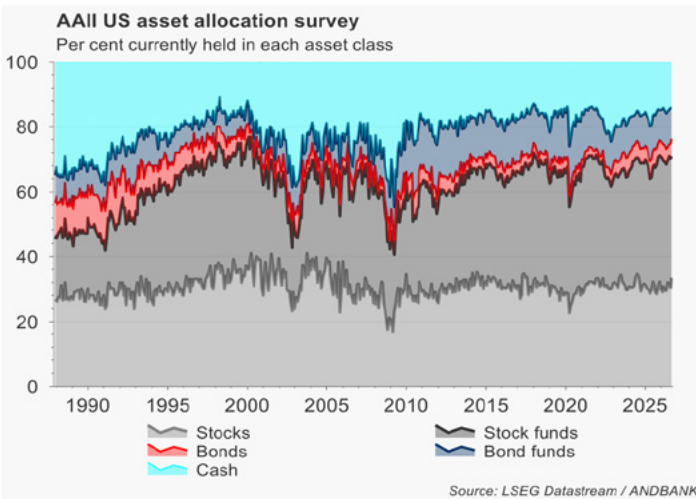
/ 12

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Análisis fundamental

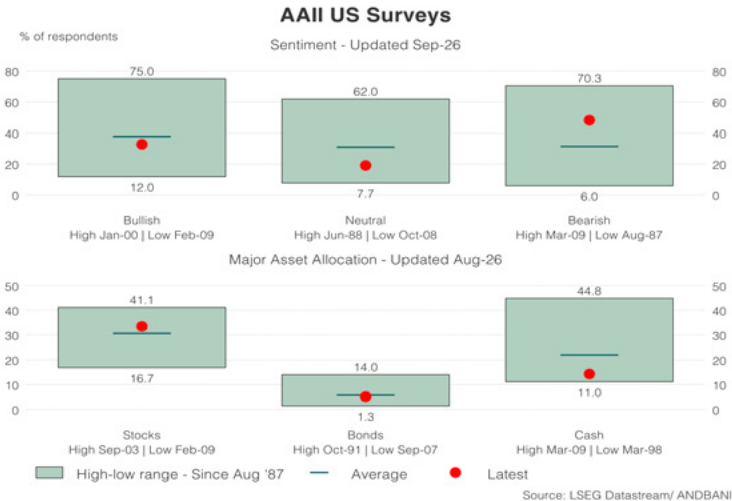
Index	Projected EPS 2026	Projected EPS Growth 2026	PE (EPS 2025)	Price Earning (2026)	Equity Yield	Current Risk Premium (RP)	Hist Risk Premium	Spread (Current RP vs hist RP)	Target PE (EPS 2026) Year end 2026	Index Current Price	Andbank's Target Price (year end 2026)	Expected performance to target Price	Recommended Strategy
USA S&P 500	328,2	22,0%	28,52	23,37	4,28%	-0,93%	2,00%	-2,93%	25,00	7.671	8.205	7,0%	OW
Europe - Stoxx Europe 600	40,0	11,0%	17,86	16,09	6,22%	2,66%	5,00%	-2,34%	17,00	643	679	5,7%	MW-OW
Spain IBEX 35	1.224,0	11,0%	16,95	16,10	6,21%	2,14%	5,70%	-3,56%	16,00	19.712	19.584	-0,6%	UW
Mexico IPC GRAL	4.840,0	10,0%	14,80	13,45	7,43%	-2,16%	-0,90%	-1,26%	14,00	65.111	67.760	4,1%	MW
Brazil BOVESPA	21.000,0	31,3%	11,49	8,75	11,42%	-2,70%	-1,10%	-1,60%	9,00	183.828	189.000	2,8%	UW
Japan TOPIX	209,8	14,0%	22,33	19,59	5,11%	2,05%	4,00%	-1,95%	21,00	4.109	4.405	7,2%	MW-OW
China SSE Comp. A share	256,2	10,0%	17,30	15,72	6,36%	4,68%	4,80%	-0,12%	16,00	4.028	4.099	1,8%	UW
China Shenzhen Comp	106,0	14,0%	25,85	22,68	4,41%	2,73%	1,25%	1,48%	24,00	2.404	2.544	5,8%	UW
India SENSEX	4.472,2	14,0%	18,60	16,31	6,13%	-1,01%	-2,00%	0,99%	17,00	72.953	76.028	4,2%	MW
MSCI EM ASIA	54,8	19,5%	21,09	17,65	5,66%	—	—	—	19,00	968	1.042	7,6%	MW

ANDBANK ESTIMATES

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

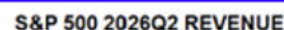


Indicadores de posicionamiento (solo activos directos): acciones, bonos y dinero



Panel de beneficios empresariales: Estados Unidos

S&P 500 2026Q2 EARNINGS



	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E	27Q1E	27Q2E	27Q3E	27Q4E	28Q1E
■ Revenue	3.9%	5.5%	5.5%	5.2%	5.0%	6.4%	8.3%	9.2%	11.4%	15.8%	11.5%	11.5%	10.9%	6.6%	8.7%	8.8%	9.5%
■ Net Income	6.4%	11.6%	8.0%	15.4%	12.7%	12.5%	12.9%	12.9%	29.2%	53.6%	29.9%	26.5%	18.2%	1.4%	19.5%	20.1%	19.5%
■ Earnings	8.2%	13.2%	9.1%	17.1%	13.7%	13.8%	14.9%	14.1%	29.4%	53.7%	30.2%	27.9%	19.3%	2.3%	20.4%	21.3%	18.7%

Source: LSEG I/B/E/S



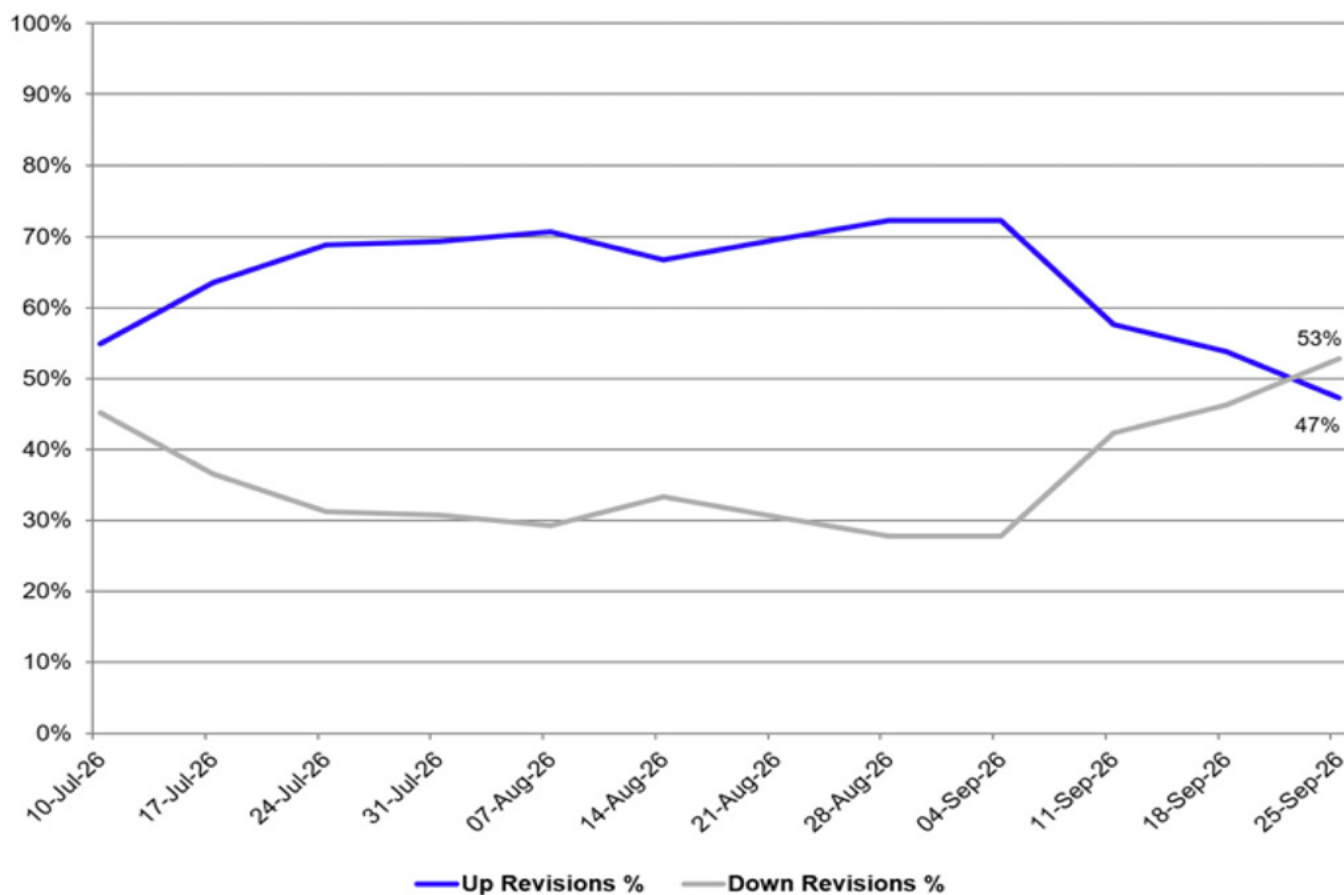
RENTA VARIABLE

/ 14

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

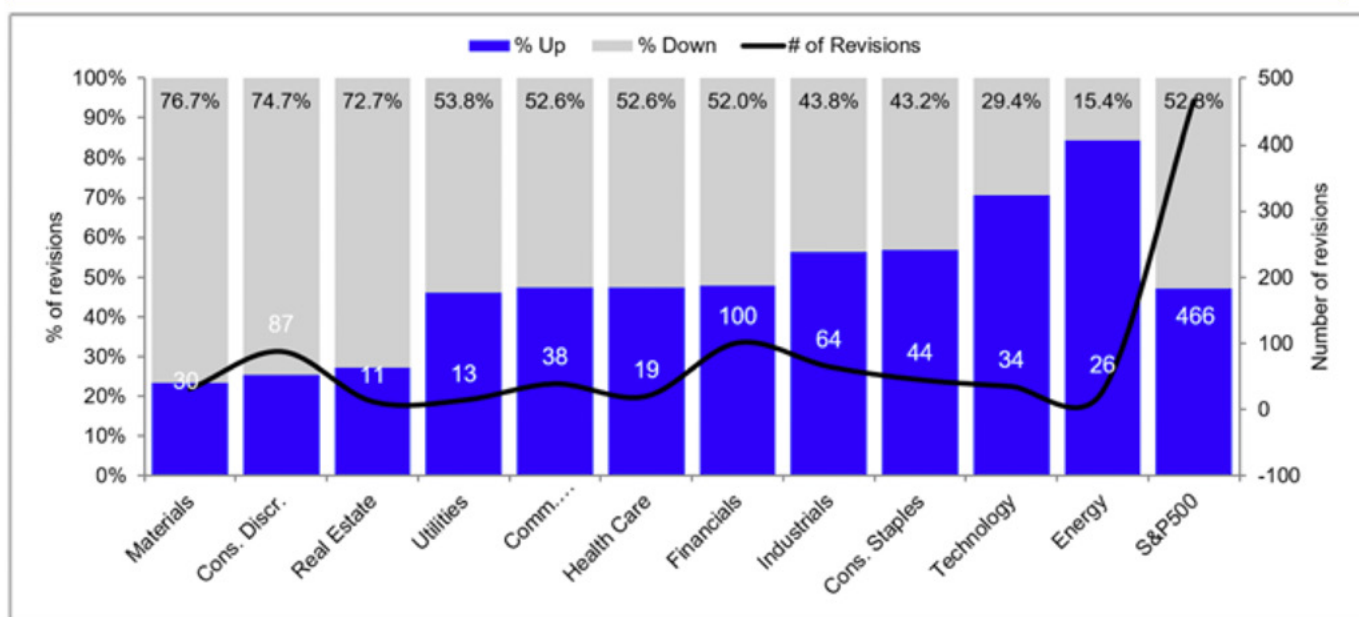
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: EE.UU.

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



RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Panel de beneficios empresariales: Europa

Exhibit 1A. STOXX 600: Q2 2026 Earnings Dashboard

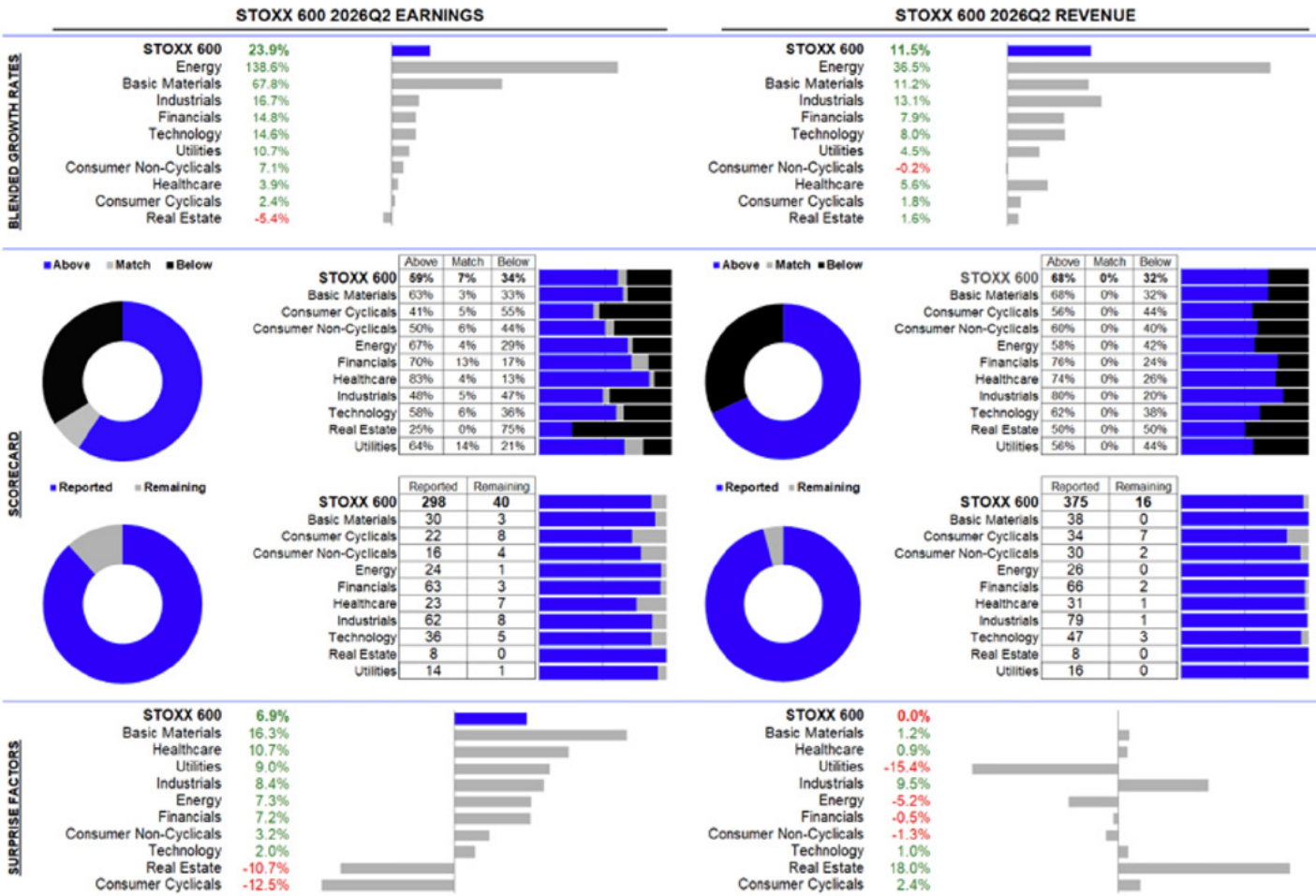
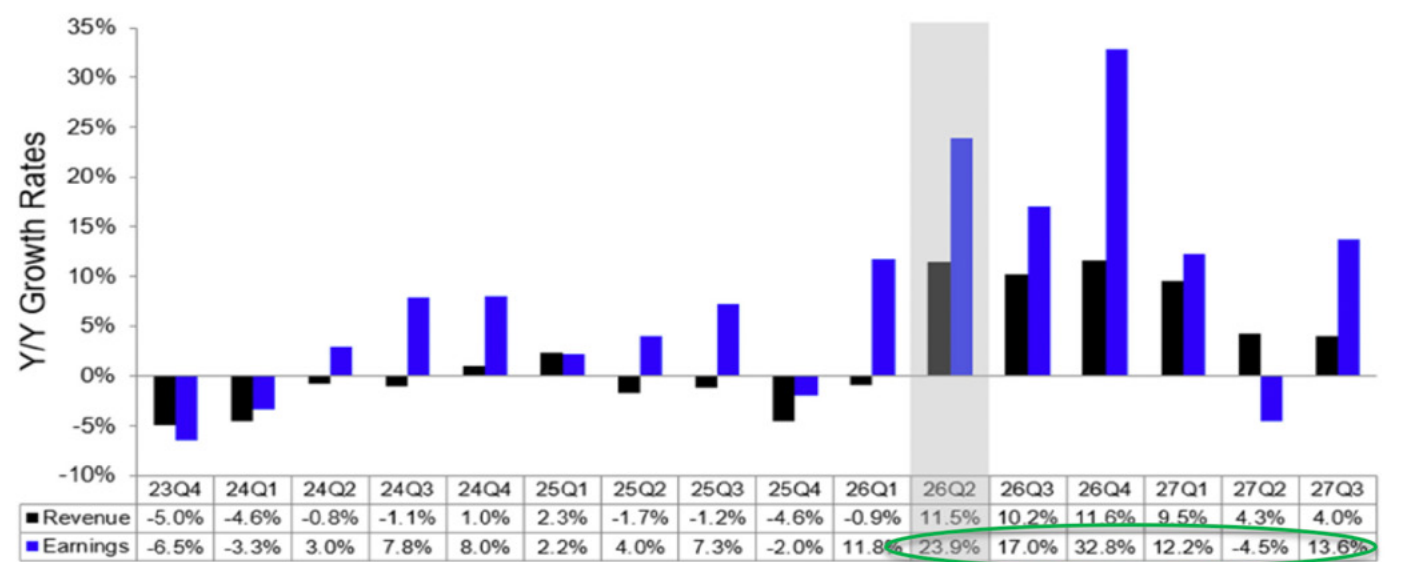


Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



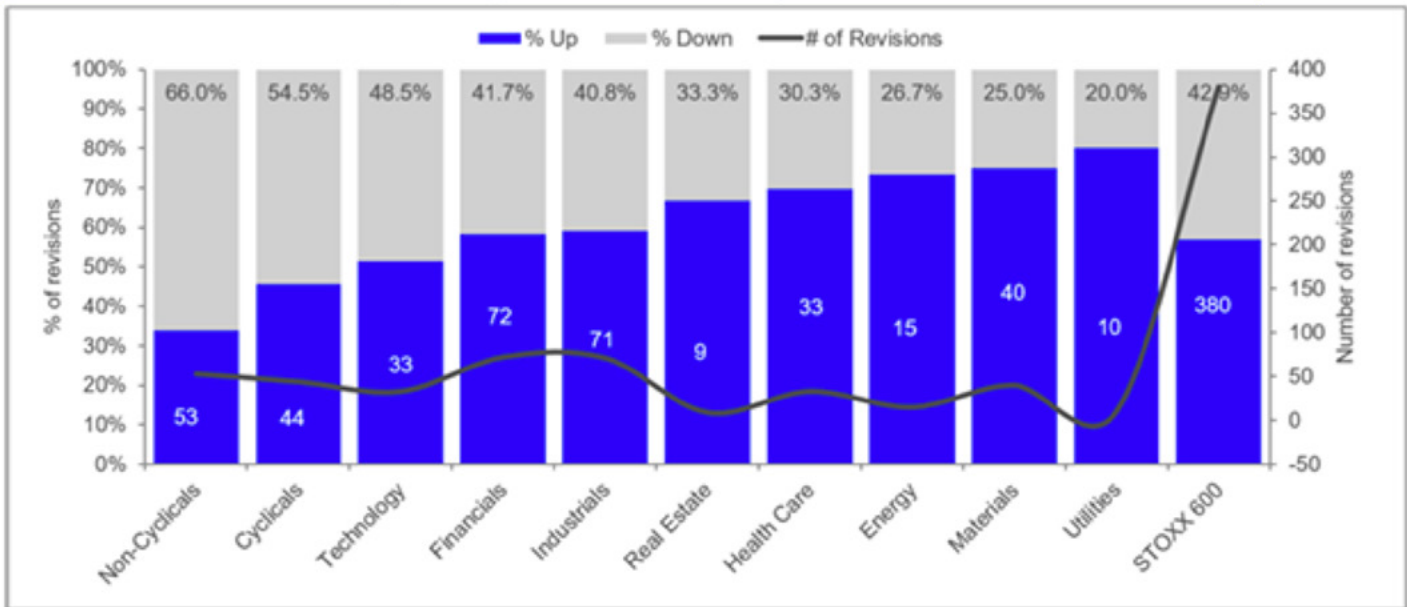


RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL

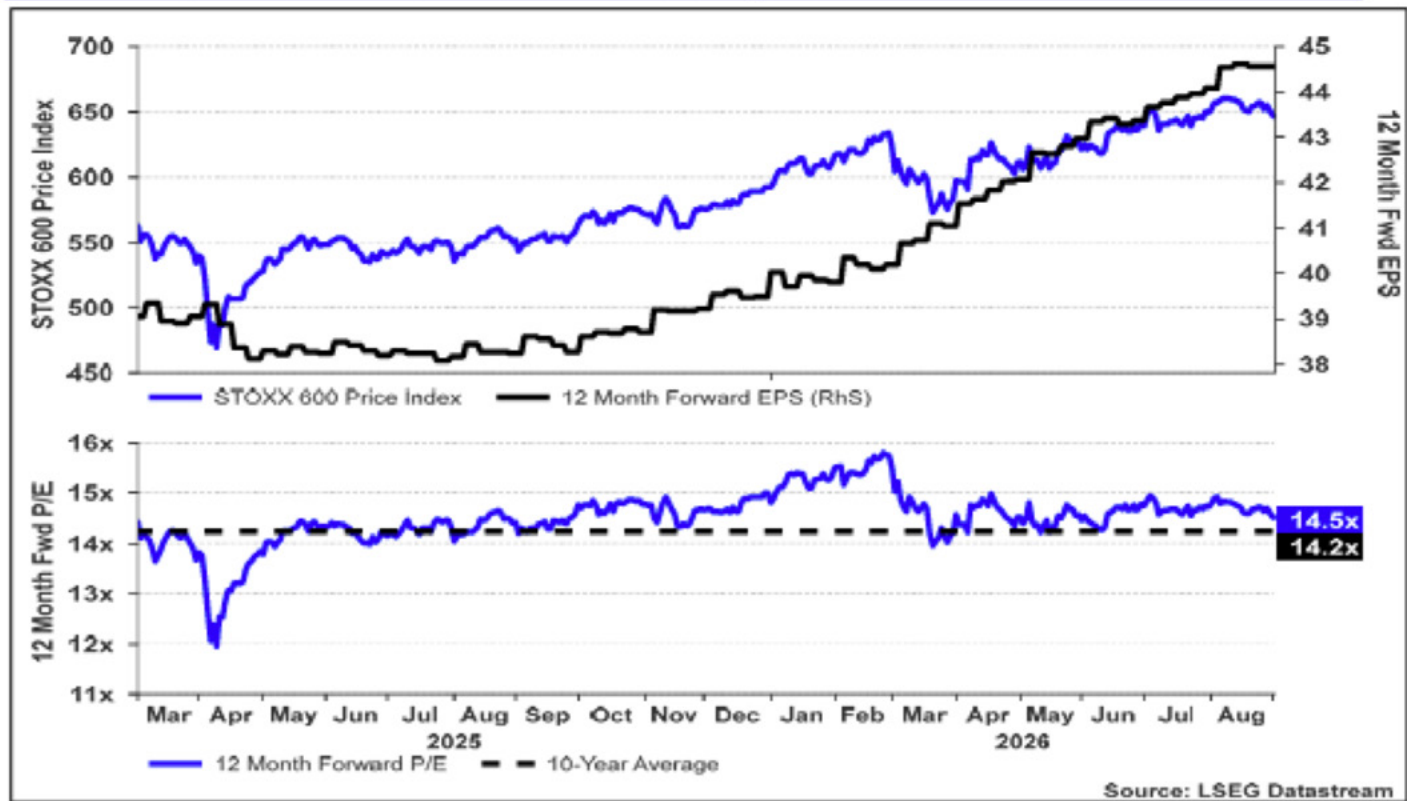
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: Europa

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

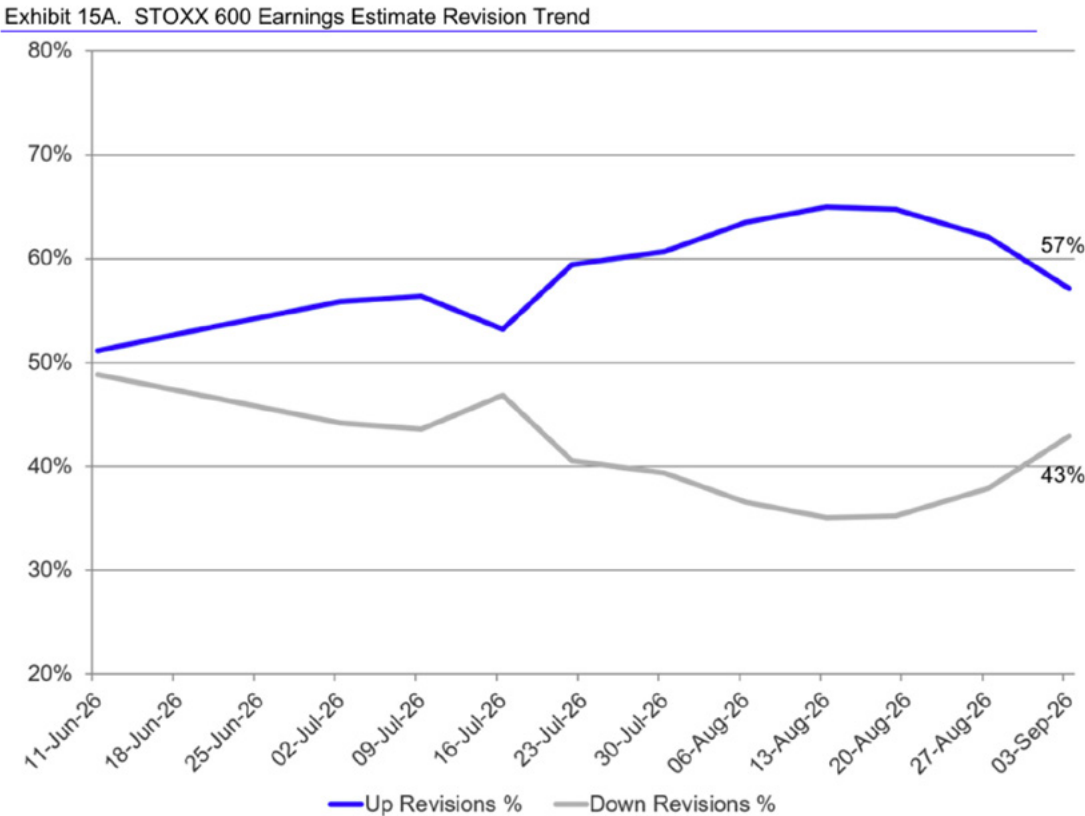
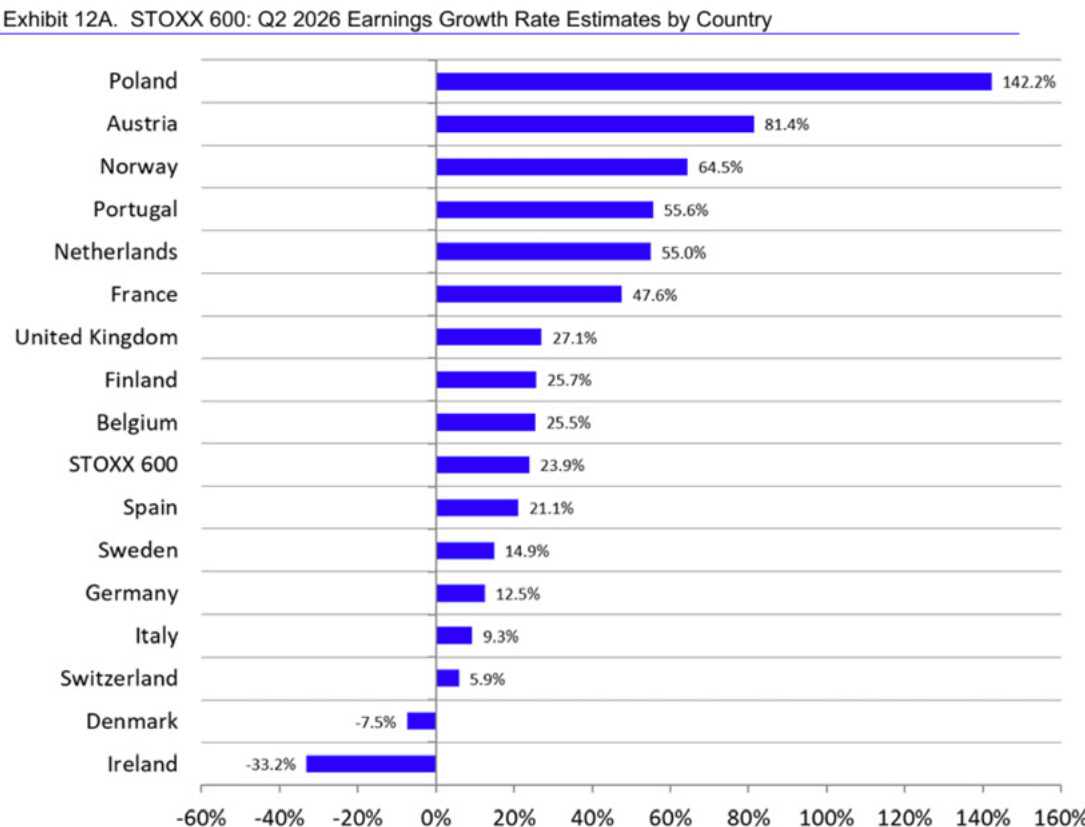


Source: LSEG Datastream



RENTA VARIABLE

ÍNDICES DE RENTA VARIABLE GLOBAL
Revisión de estimaciones de beneficios empresariales: Europa



Source: LSEG I/B/E/S



MATERIAS PRIMAS

/ 18

ENERGÍA – PETRÓLEO

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

Comprar por debajo de 80 USD; vender por encima de 90 USD.

Factores bajistas a corto plazo para los precios del crudo

- **Informe de la AIE:** La agencia revisa a la baja en 940.000 barriles diarios su previsión de demanda mundial de petróleo para 2026 y anticipa ahora una caída anual de 2,5 millones de barriles diarios, la mayor desde la pandemia. Impacto sobre el crudo bajista (considerada aisladamente), al reducir la demanda prevista. Sin embargo, la AIE atribuye parte del descenso a la escasez de combustibles y a los elevados precios: es destrucción de demanda por restricciones de oferta. No destrucción natural de demanda (lo que puede mantener los precios elevados). De hecho, la AIE recorta su previsión de suministro 2026 en 1,3 millones de barriles diarios, más que la revisión de demanda de 940.000. Aunque la noticia parezca bajista, un análisis completo apunta a un balance más ajustado.
- **El precio nacional promedio del diésel en los EUA sube por encima de los \$6 dólares por primera vez en la historia.** Técnicamente, un aumento del diésel puede ejercer un efecto arrastre (al alza) sobre el precio del crudo si la subida del diésel viene acompañada por un aumento del margen de refino (crack spread), debido a que en tales circunstancias las refinerías incurren en lo que se llama "demanda derivada de crudo" (compran más crudo para explotar esos márgenes. Ahora bien, si los elevados precios del diésel desembocan en una reducción de su consumo, y el consiguiente cierre capacidad en algunas refinerías, se producirá menos diésel para lo que se deberá reducir la demanda de crudo. Esto arrastraría a la baja el precio. ¿En que situación estamos? Ambos mecanismos ya coexisten: Los últimos datos de EE. UU. encajan más con el primer escenario de márgenes elevados y más crudo procesado (pasa de 17,179 a 17,586 millones de barriles diarios entre el 7 de agosto y el 4 de septiembre = +407.000 b/d, y con una capacidad utilizada en las refinerías al 98% a 4 de septiembre. => presión alcista en el crudo. Pero esos niveles de refino ya coexisten con un consumo doméstico de destilados que está debilitándose (la media 4 semanas de consumo aparente de destilados cae a 3,7mbd en la última lectura. Esto es un -2,6% respecto a la lectura anterior, lo que ha dado lugar a un aumento de stocks de 2,1 millones de barriles en la última semana. Sin embargo, esos stocks siguen un 13% por debajo de la media de 5 años, por lo que el precio del diésel se mantendrá alto (por existencias reducidas). En resumen, empezamos a ver una debilidad en consumo de destilados, aunque todavía no se ha traducido en una reducción del refino ni de crudo. Esperamos que lo haga en breve.
- **EE. UU. y los hutíes:** Vance afirma que Washington ha mantenido conversaciones directas con los hutíes tras la toma de una isla en el mar Rojo.
- **La mitad de las refinerías principales de diésel** en Rusia se vieron obligadas a reducir significativamente o detener su producción en septiembre debido a ataques con drones. Esto quita presión a la demanda de crudo.
- **Posibilidad de un pacto limitado para restablecer la navegación como algo más alcanzable que una reconciliación general.** La información disponible apunta a conversaciones estancadas, pero el grave daño mutuo soportado puede favorecer un acercamiento que, aunque no contemple abandonar la hostilidad, podría bastar para que ambos bandos considerasen evitar prolongar sus costes. Ciertamente, la dimensión religiosa del poder iraní puede complicar ese cálculo coste-beneficio, pero no demuestra que sus dirigentes sean insensibles a la supervivencia del régimen. El obstáculo sería que cada parte interpretase cualquier concesión como una amenaza a su seguridad y su credibilidad. Por tanto, debemos considerar el acercamiento como un escenario plausible, pero debe venir acompañado de garantías recíprocas y verificables, antes que podamos darlo por un escenario probable.

Factores alcistas a corto plazo para los precios del crudo

- **Reunión aplazada:** La reunión prevista para el lunes en Omán entre Irán y los Estados árabes del Golfo ha sido aplazada indefinidamente. Impacto

sobre el crudo alcista, porque reduce la probabilidad inmediata de distensión diplomática en el Golfo. Al mantenerse la incertidumbre sobre Irán y la seguridad regional, el mercado seguirá aplicando una mayor prima de riesgo geopolítico sobre el precio del crudo. El efecto es especialmente sensible, pues aumenta la percepción de riesgo sobre el Estrecho de Ormuz o sobre la continuidad de los flujos energéticos regionales.

- **Rebaja de expectativas sobre una resolución:** El secretario de Energía estadounidense, Wright, llama a moderar las expectativas de un avance decisivo en el acuerdo respaldado por Irán sobre el tránsito marítimo por Ormuz. Impacto sobre el crudo alcista a corto plazo, al enfriar las expectativas de una pronta normalización del transporte por Ormuz. La incertidumbre mantenida sobre los flujos de suministro aumenta la prima de riesgo geopolítico del petróleo. El efecto no es mayor porque el mercado no descontaba avances diplomáticos inminentes. Por el lado positivo, estas nuevas expectativas rebajadas no implican por sí mismo una pérdida adicional de oferta.
- **Cierre del oleoducto Este-Oeste:** Arabia Saudí cierra este oleoducto clave tras ataques en esta instalación. La reapertura parcial podría producirse en días, pero recuperar toda la capacidad podría llevar hasta 6-8 semanas. Ello pone en riesgo hasta el 4 % del suministro mundial durante prácticamente dos meses. Impacto sobre el crudo muy alcista, al interrumpir una vía clave de exportación que permitía evitar Ormuz. El riesgo no solo afecta al suministro físico, si no a las expectativas de suministro, así como a las expectativas diplomáticas, reforzando por vía doble la presión sobre los precios. El porcentaje amenazado no equivale necesariamente a una pérdida neta de oferta de igual magnitud. La magnitud dependerá de cuánto dure el cierre y de la capacidad de compensarlo con inventarios y otras rutas.
- **Disminución del suministro:** Ejecutivos petroleros estadounidenses advierten que el suministro mundial está disminuyendo, contradiciendo las afirmaciones de funcionarios de la administración Trump de que la crisis de combustible es temporal
- **Nuevo ataque hutí:** Los hutíes de Yemen lanzaron una nueva oleada de ataques contra Arabia Saudita hoy 15/9 y reforzaban sus posiciones a lo largo del mar Rojo (Reuters).
- **Permanecer en Irán:** Trump afirma que Estados Unidos podría quedarse en Irán y "quedarse con el petróleo", de forma similar al caso de Venezuela. Impacto sobre el crudo potencialmente alcista a corto plazo, si el mercado interpreta estas palabras como una señal de prolongación del conflicto. La posibilidad de disputar el control del petróleo iraní podría dificultar un acuerdo y sostener así la prima de riesgo geopolítico. Un eventual efecto bajista de esta posibilidad exigiría una recuperación efectiva y duradera de la producción y exportaciones. La declaración plantea una posibilidad, no una decisión planteada, ni mucho menos ejecutada.
- **Tráfico en Ormuz vuelven a menos de diez buques:** Cuatro buques de transporte transitaban ayer por el estrecho frente a una media de catorce en los últimos diez días. Impacto sobre el crudo alcista, al apuntar a mayores restricciones de suministro en una ruta clave. Si la caída afecta a petroleros cargados, implicaría menores flujos de crudo y mayor presión sobre los inventarios. Sin embargo, el número de buques no permite cuantificar los barriles afectados: faltan su tipo, carga y dirección.
- **Guerra de larga duración:** Según informaciones periodísticas, los principales asesores de Trump le están advirtiendo de que el conflicto con Irán podría prolongarse hasta el final de su mandato. Trump reconoce que es poco probable que los precios del petróleo, impulsados por la guerra, bajen antes de las elecciones legislativas de mitad de mandato de noviembre (AP).
- **Sin ceder:** Altos funcionarios iraníes indican a diario que Teherán está preparado para escalar el conflicto y no tiene intención de retroceder (Bloomberg).



MATERIAS PRIMAS

/ 19

METALES PRECIOSOS – ORO

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

Principales drivers para el oro

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

El oro, en gran medida como los bonos del Tesoro de EE.UU., es un activo antifrágil. Los inversores deciden cuál mantener como herramienta de protección ante la inestabilidad del mercado, y decidirán según cuál de los dos esperen que tenga mejor comportamiento en momentos de perturbación macroeconómica. Tal decisión depende en buena medida de su oferta relativa, ya que el activo más escaso tiende a superar al otro en rentabilidad. En cuanto a la oferta del US Treasury, mientras la Reserva Federal mantuvo la política de ajuste cuantitativo (QT), vendiendo (sacando de su balance) bonos del Tesoro y con ello elevando su oferta, el oro cumplió mejor esa función de activo refugio. Esto podría estar detrás de su espectacular recorrido en los dos últimos años (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 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, en ausencia de factores externos como el shock energético, favorecería el retorno de los bonos del Tesoro como activo refugio preferente y relegaría al oro a un segundo plano en rentabilidad.

La liquidez ya no busca refugio: busca IA

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

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

- 1. Tipos nominales y reales en USD más altos: (Riesgo MEDIO-ALTO).** El alza del oro de 1976-1980 terminó cuando los tipos de interés a corto plazo de EE.UU. se elevaron para contener la inflación (impulsando a su vez al USD). Este hecho puso fin al rally del oro. Vemos este riesgo hoy como algo más plausible tras el aumento en los tipos a vencimiento.
- 2. Apreciación del USD: (Riesgo MEDIO).** El rally del oro en el periodo 1985-1988 terminó cuando Alemania se retiró del Acuerdo del Plaza y los tipos estadounidenses comenzaron a subir, y con ellos también el USD. De igual modo, en el periodo 2001-2011 —cuando la cotización del oro se disparó de 300 USD/oz a 1.800 USD/oz—, la política de «guns & butter» de George W. Bush estimuló alzas económicas en países de mercados emergentes, que se convirtieron en los nuevos compradores activos, entre ellos el oro. Pero esa tendencia duró hasta que el USD comenzó a fortalecerse en 2011 (con la consecuente depreciación de las monedas emergentes). Ello encareció el coste de funding en USD para las empresas emergentes, provocando un freno en estas economías, y también en su impulso comprador de activos (entre ellos el Oro). Hoy vemos un USD que podría acabar fortaleciéndose debido a la importante transformación que ha experimentado todo el complejo petrolero de Estados Unidos, y que podría derivar en un flujo estructural adicional hacia el USD.
- 3. Pérdida de impulso de los compradores en países de mercados emergentes: (Riesgo BAJO).** Seguimos teniendo una visión favorable para estas economías; que suelen ser impulsoras de la demanda de oro.



DIVISAS

/ 20

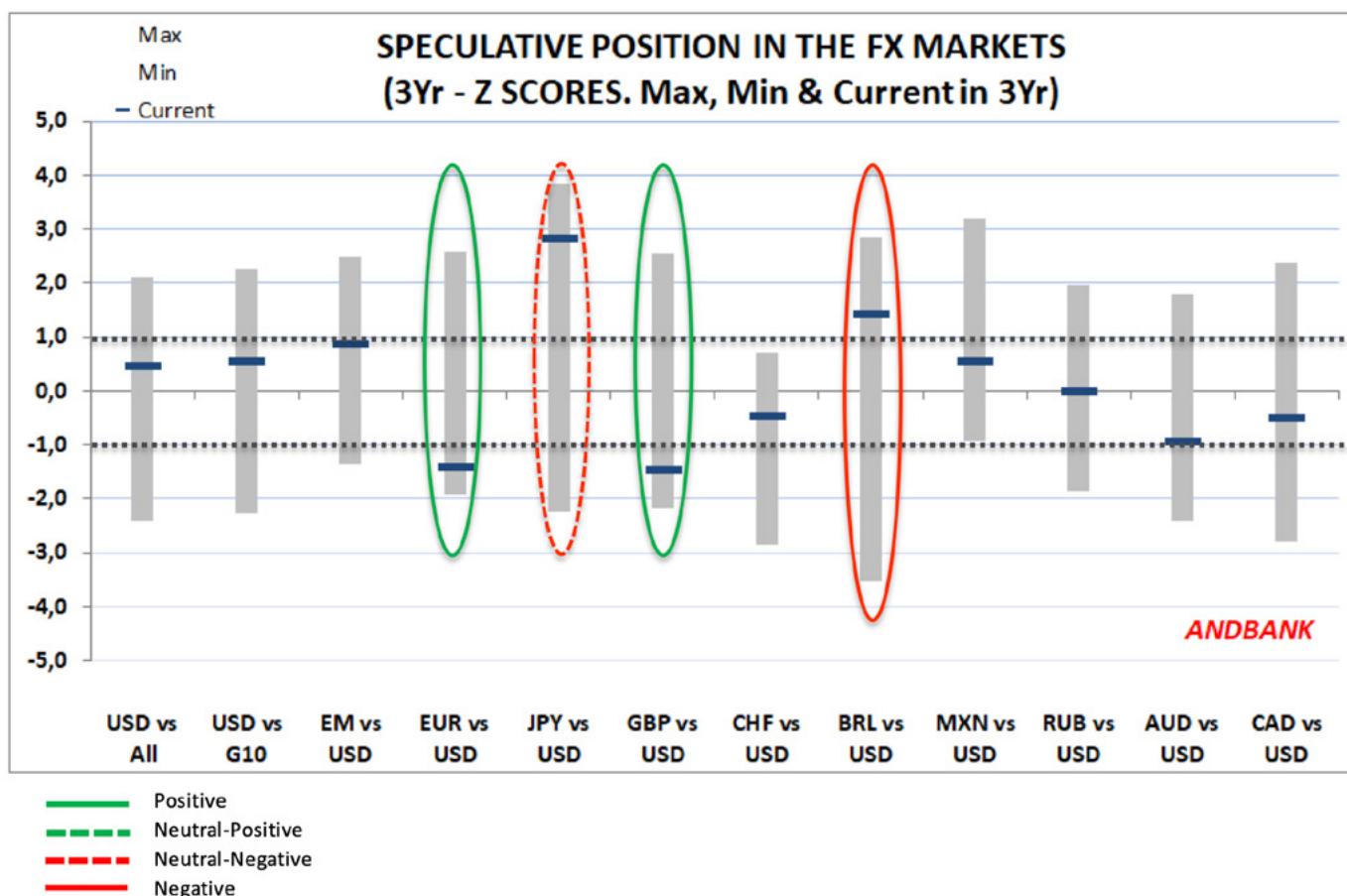
TIPOS DE CAMBIO

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	17,26	-9,00	48,5	-28,2	7,6	0,46
USD vs G10	20,50	-9,51	51,3	-25,4	9,2	0,55
EM	3,24	-0,51	4,2	-0,8	2,1	0,88
EUR	-7,49	-2,18	23,4	-10,3	6,5	-1,38
JPY	5,72	10,69	9,7	-15,0	-8,0	2,83
GBP	-6,88	-3,09	4,3	-8,7	-2,4	-1,46
CHF	-4,08	-0,96	0,2	-6,3	-3,2	-0,45
BRL	1,06	-0,26	1,4	-0,8	0,1	1,44
MXN	2,18	-0,26	3,3	-0,5	1,6	0,58
RUB	0,00	0,00	1,2	-0,3	0,3	0,00
AUD	-3,33	-0,15	6,2	-5,2	-0,1	-0,91
CAD	-3,78	5,00	6,1	-12,7	-1,5	-0,49

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

ANDBANK



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



TABLA SINÓPTICA DE RENTABILIDADES ESPERADAS

/ 21

Asset Class	Indices	Monthly Price performance (%change)	YTD Price performance (%change)	Current Price	Andbank's Target Price Year End 2026	Expected Performance (to Target Price)
Equity	USA - S&P 500	-0,5%	12,1%	7.671	8.205	7,0%
	Europe - Stoxx Europe 600	-1,9%	8,6%	643	679	5,7%
	SPAIN - IBEX 35	-1,6%	13,9%	19.712	19.584	-0,6%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,6%	1,2%	65.111	67.760	4,1%
	BRAZIL - BOVESPA	4,6%	14,1%	183.828	189.000	2,8%
	JAPAN TOPIX	-0,9%	20,5%	4.109	4.405	7,2%
	China SSE Comp. A share	-2,8%	-3,2%	4.028	4.099	1,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-5,7%	-5,0%	2.404	2.544	5,8%
	INDIA - SENSEX	-5,6%	-14,4%	72.953	76.028	4,2%
	VIETNAM - VN Index	-3,5%	-0,9%	1.769	1.918	8,4%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,7%	24,9%	968	1.042	7,6%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-3,4%	-5,3%	5,21	5,00	6,9%
	UK 10 year Gilt	-1,7%	-3,5%	5,33	5,50	4,0%
	German 10 year BUND	-2,0%	-3,5%	3,55	3,50	4,0%
	Japanese 10 year Govie	-0,8%	-6,4%	3,05	3,00	3,5%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-2,4%	-3,8%	4,06	4,00	4,6%
	Italy - 10yr Gov bond	-3,1%	-5,4%	4,51	4,25	6,6%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,6%	-4,2%	3,96	3,90	4,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,5%	-3,0%	3,65	3,80	2,4%
	Greece - 10yr Gov bond	-4,0%	-5,4%	4,39	4,30	5,1%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,1%	1,5%	62,64	60	3,3%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-1,1%	1,6%	300,59	260	6,8%
	Credit USD IG - CDX IG	0,1%	2,9%	59,07	75	4,3%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,4%	5,3%	311,79	400	4,6%
Fixed Income EMEA	Turkey - 10yr Gov bond (local)	-4,7%	-25,5%	32,76	30,00	54,8%
Fixed Income Asia (Local currency)	China - 10yr Gov bond	0,3%	2,5%	1,68	1,50	3,1%
	India - 10yr Gov bond	-1,2%	0,5%	7,14	6,50	12,3%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,9%	-0,5%	2,45	2,50	2,1%
	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,3%	-4,0%	7,16	6,00	16,4%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,5%	-5,7%	4,30	4,00	6,7%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	-3,1%	1,86	2,50	-3,3%
	Philippines - 10yr Gov bond	-2,4%	-8,4%	7,60	7,00	12,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-1,0%	-1,8%	4,04	3,25	10,3%
	Thailand - 10yr Gov bond	-1,5%	-5,4%	2,30	2,25	2,7%
	Vietnam - 10yr Gov bond	0,3%	-0,1%	4,48	5,25	-1,7%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,6%	1,1%	9,60	10,00	6,4%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-4,7%	-6,2%	7,11	7,00	8,0%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	5,8%	6,6%	14,13	14,00	15,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-3,2%	-3,6%	7,01	7,00	7,1%
Commodities	Oil (WTI)	6,7%	54,9%	88,9	80,00	-10,0%
	GOLD	-3,4%	-13,6%	4.180,8	4.000	-4,3%
FX	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,1%	-3,4%	1,13	1,15	1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,3%	-1,8%	1,32	1,33	0,5%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,2%	-1,7%	0,86	0,86	0,9%
	USDCHF (price of 1 USD)	3,0%	5,2%	0,83	0,80	-4,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,9%	1,6%	0,95	0,92	-2,7%
	USDJPY (price of 1 USD)	-1,7%	0,4%	157,28	155,0	-1,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,8%	-3,1%	178,35	178,3	-0,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	5,9%	0,2%	18,04	18,50	2,6%
	EURMXN (price of 1 EUR)	3,6%	-3,3%	20,44	21,28	4,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	0,2%	-5,0%	5,20	5,20	0,0%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-1,9%	-8,3%	5,90	5,98	1,4%
	USDARS (price of 1 USD)	0,8%	5,0%	1.524	1.600	5,0%
	USDINR (price of 1 USD)	0,6%	6,8%	95,98	95	-1,0%
	CNY (price of 1 USD)	-0,3%	-0,04	6,70	7,00	4,4%

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

UPWARD REVISION DOWNWARD REVISION



AVISO LEGAL

/ 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.