

Abril 2025

ABANCA House View

Asignación Global de Activos

Signatory of:



abanca.com

Este documento es informativo, sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni recomendación personalizada de compra, venta o adopción de una estrategia de inversión específica. Ver el Aviso Legal al final de este documento.

Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

Perspectiva en un nuevo giro del ciclo

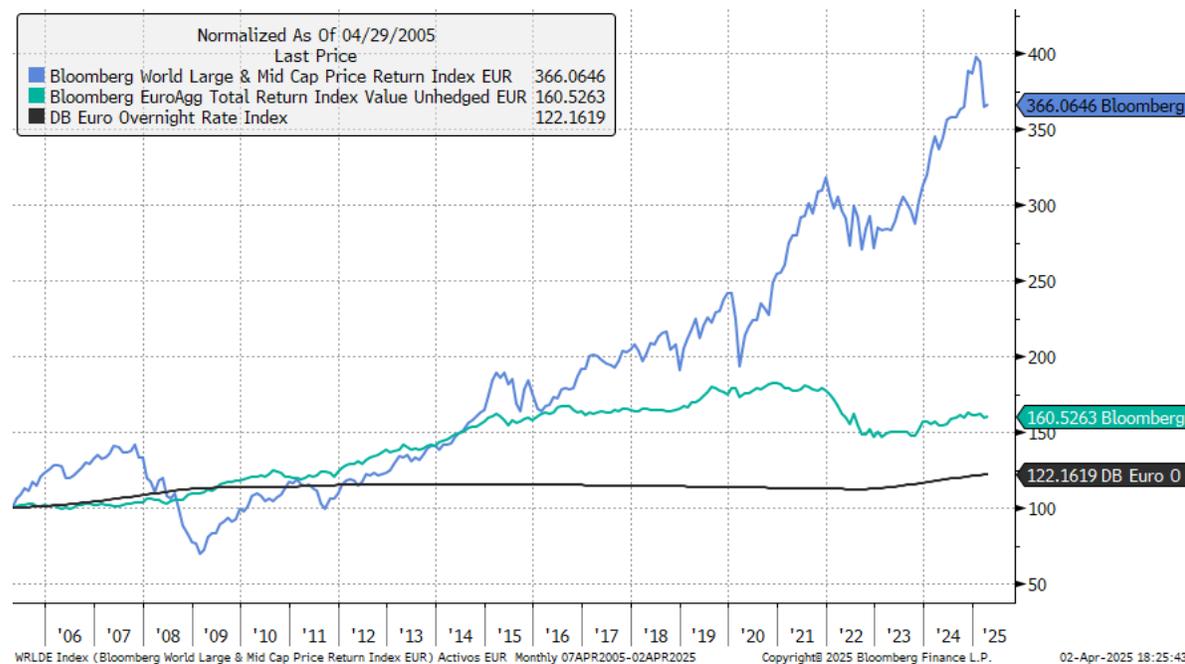
En apenas tres meses, los mercados han demostrado nuevamente su capacidad de sorprendernos. Del entusiasmo casi contagioso de finales de 2024, cuando la renta variable parecía garantizar rentabilidades de doble dígito, hemos pasado a un escenario marcado por la incertidumbre política en la mayor economía del mundo y una corrección del -10% en los principales índices estadounidenses.

Este giro repentino ha impactado el sentimiento inversor, generando no solo inquietud, sino también los primeros signos de irracionalidad. Uno de los errores más frecuentes en estos momentos es replantearse el perfil de riesgo únicamente como respuesta a los movimientos del mercado. La verdadera aversión al riesgo debe estar presente tanto en los momentos de euforia como en los de tensión. Ajustar nuestras decisiones a la volatilidad de corto plazo cuando nuestro horizonte es de medio o largo plazo, es una de las causas más habituales de pérdidas permanentes de capital.

En entornos como el actual, mantener la perspectiva de medio y largo plazo no es solo recomendable, es esencial. Contar con un proceso de inversión sólido, coherente y contrastado nos permite navegar la incertidumbre sin perder el rumbo. Como siempre recordamos, no se trata de predecir el futuro, sino de estar preparados para él.

El ciclo económico que atravesamos presenta retos: crecimiento moderado, tensiones inflacionistas y elevada volatilidad. Pero la historia nos enseña que las oportunidades surgen precisamente en los momentos de mayor incertidumbre. Para lograr retornos superiores a los del efectivo, es imprescindible estar invertidos, aceptando un grado de volatilidad acorde a nuestro perfil. Los activos monetarios, por muy atractivos que parezcan en el corto plazo, han sido los grandes perdedores en términos de rentabilidad real en los últimos 20 años (gráfico). Y no creemos que el futuro vaya a ser diferente.

Evolución renta variable global, renta fija EUR y monetario EUR (2005-2025)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

ABANCA House View

Ciclo

abanca.com

Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

//ABANCA

El ciclo global de un vistazo

+ EE UU

- › Nueva realidad arancelaria.
- › Impacto negativo en crecimiento.
- › Presión inflacionista transitoria.



+ Emergentes

- › Impacto al comercio global.
- › China y el bloqueo comercial.
- › Crecimiento indio vs aranceles.

+ Europa

- › Impacto arancelario a la exportación.
- › Expansión fiscal en Alemania.
- › Financiación ReArm.

Guerra comercial

Los números de los aranceles

Una tarifa universal del 10% y aranceles recíprocos a los principales socios comerciales

	Tarifa recíproca EEUU	Comercio Total (\$ MII)
China	34%	594.587
Unión Europea	20%	627.000
Reino Unido	10%	136.026
Vietnam	46%	128.253
Taiwan	32%	158.600
Japón	24%	230.975
India	26%	126.587
Coréa del Sur	25%	187.942
Tailandia	36%	75.728
Suiza	31%	85.226
Indonesia	32%	38.144
Camboya	49%	11.834

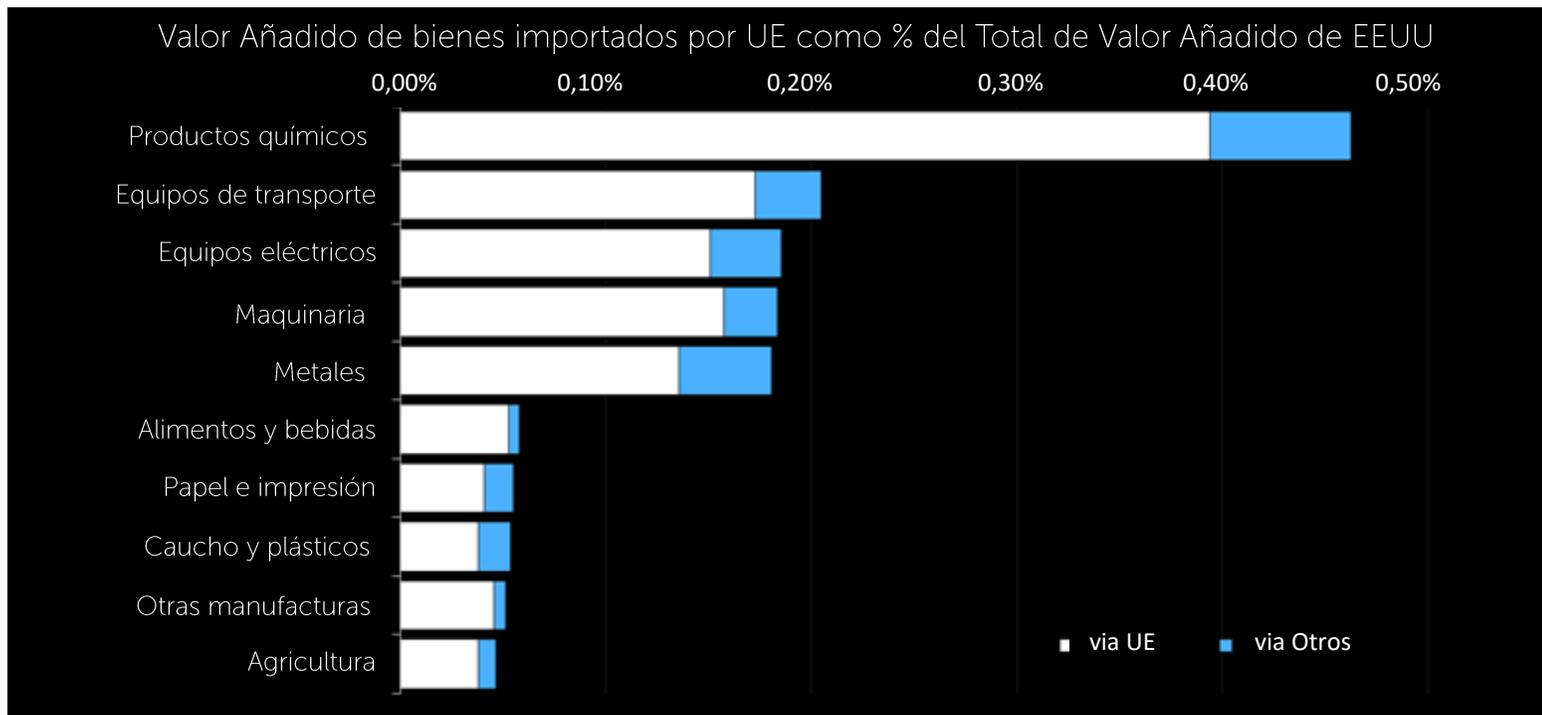
Desglose de medidas

- › Arancel universal del 10%, con excepción de cobre, madera, productos farmacéuticos y semiconductores (pendientes de medidas concretas)
- › China: aranceles del 34%+50%, adicionales a los ya vigentes. La tasa arancelaria media sube al 104%.
- › Europa: arancel medio del 20%, al tomar en cuenta el IVA y otras barreras no arancelarias.
- › Canadá y México excluidos, se mantienen los aranceles del 25% sobre productos no incluidos en USMCA (Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá).
- › Estas tarifas están abiertas a modificaciones, tanto al alza si no hay avances en el déficit como a la baja si se alcanzan nuevos acuerdos.

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Guerra comercial Impacto económico

Sectores europeos más afectados por las tarifas en base al valor añadido de las exportaciones



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Camino de un escenario de estancamiento

- › EEUU: el arancel medio sube hasta el 22% (vs 2,3% en 2024). Impacto negativo estimado del 0,6-1,2% sobre crecimiento PIB. Impacto al alza en inflación del 1,2-1,5%
- › Europa: caída potencial del 50% de las exportaciones a EEUU. Impacto del 0,5-1,0% sobre el crecimiento PIB. Pendientes de la respuesta para calibrar impactos finales e inflación. Primera estimación en 0,8-1,2%.
- › China: potencial caída de las exportaciones del 80% a medio plazo. Impacto en el crecimiento del PIB del 0,3-0,8%. Impacto en inflación del 0,5-1%.

EEUU

Crecimiento en riesgo e inflación al alza

Encuesta ISM Servicios vs crecimiento PIB EEUU (% interanual)

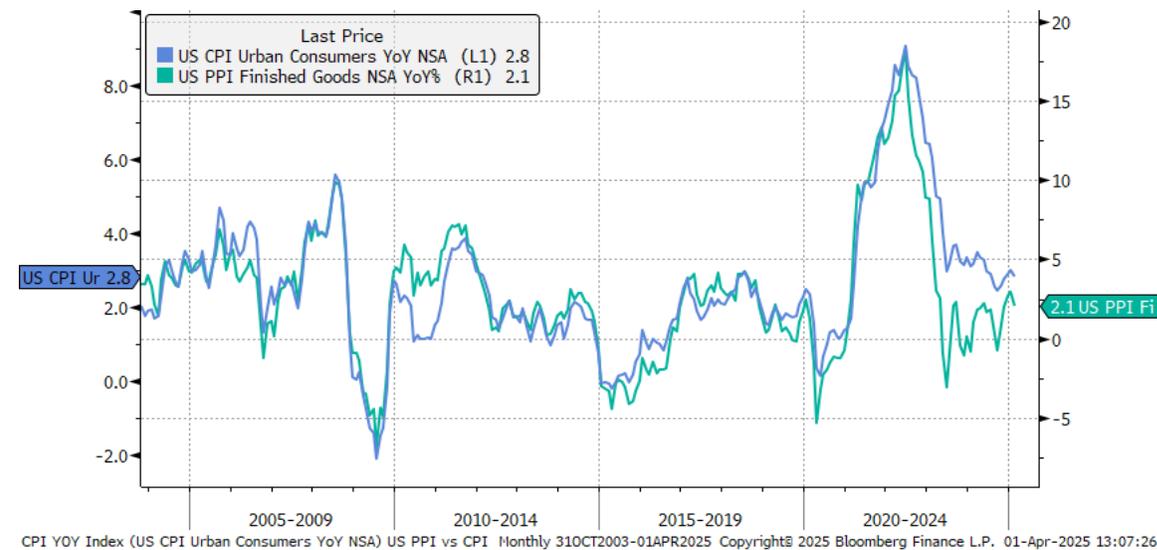


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del 1,0% en 2025, con un impacto negativo del 1,1% del PIB provocado por la nueva política arancelaria.
- › El sector manufacturero vuelve al terreno de contracción y será el más afectado por la subida de aranceles.
- › El empleo comienza a dar síntomas de debilidad y será el factor decisivo entre un escenario de bajo crecimiento o la recesión.

Precios producción industrial (PPI) vs IPC EEUU



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Inflación

- › Inflación esperada en el 4% en 2025, revisada al alza tras el anuncio de aranceles recíprocos y a la espera de el avance de nuevos eventos de la guerra comercial.
- › Repunte del dato PCE subyacente (de referencia para la Fed) del 2,7% al 2,8%, sin considerar el efecto de los aranceles.
- › La inflación arancelaria será transitoria, pendiente de las deportaciones por el impacto en inflación salarial.

EEUU

La Fed presionada a bajar tipos

Tipo de interés de la Reserva Federal vs. Índice de precios PCE subyacente (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

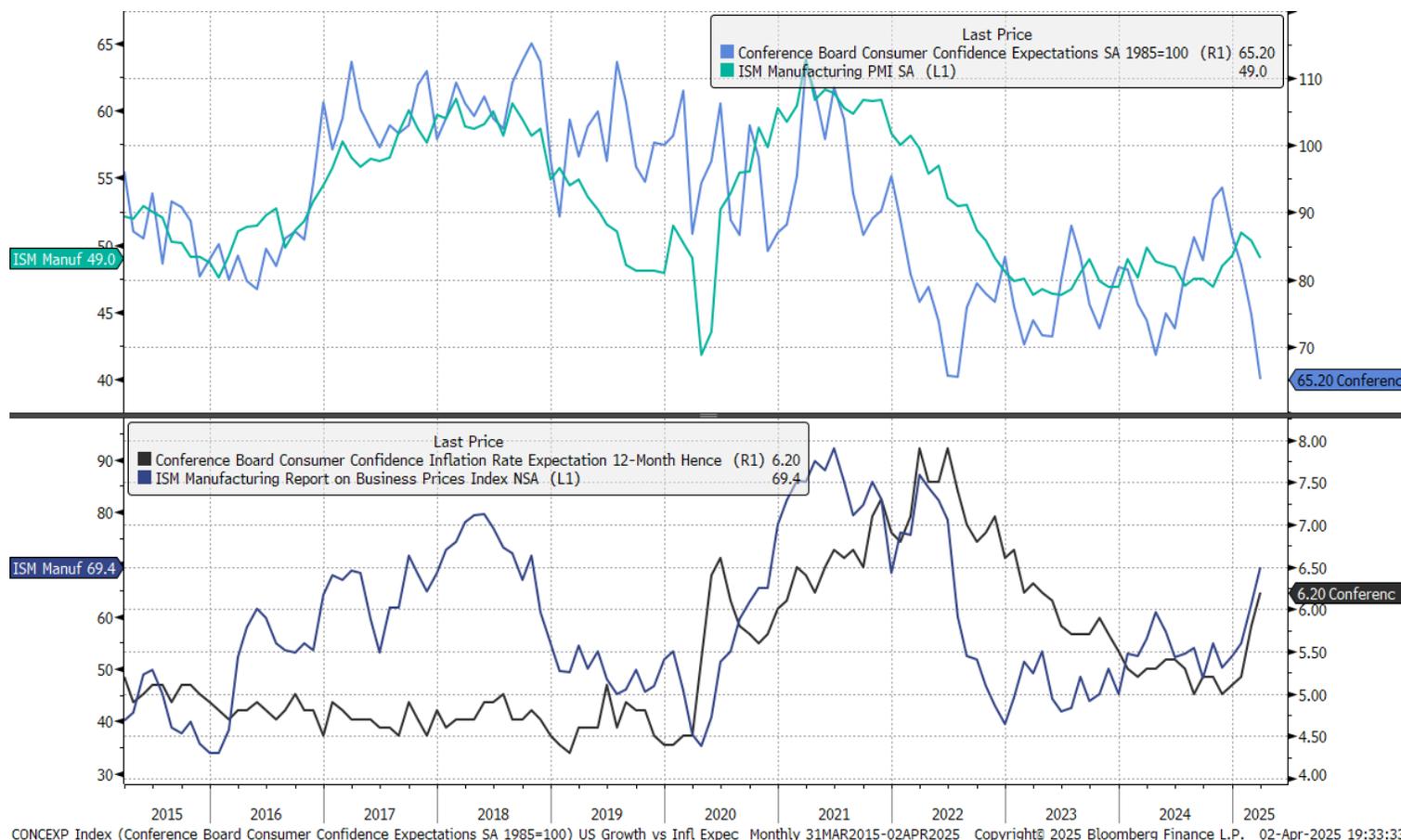
La nueva política arancelaria favorece un escenario de bajada de tipos

- › La nueva política arancelaria impacta en los niveles de crecimiento e inflación que estimamos para 2025.
- › La Fed cataloga como “transitoria” la inflación provocada por los aranceles, el crecimiento se convierte en el principal foco del mandato.
- › Creemos que se deben producir las 4 bajadas de tipos en 2025 que estima el mercado para mitigar el impacto en crecimiento.

EEUU

La incertidumbre se refleja en el sentimiento empresas y consumidores

Expectativas de crecimiento vs. Expectativas de inflación (Conference Board & Encuestas manufactureras)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Expectativas de crecimiento a la baja con inflación al alza

- › Las expectativas de crecimiento de las encuestas apuntan a una ralentización de la economía.
- › La expectativa de precios es al alza, principalmente por la presión inflacionista que pueden ejercer los aranceles.
- › Esperamos ver impacto en economía "real" con enfriamiento en datos de mercado laboral y repunte de precios.

EEUU

“Aranceles recíprocos” más severos de lo esperado

El pasado 2 de abril Trump anunciaba lo que catalogaba como “aranceles recíprocos” a los bienes importados en Estados Unidos. Esto implica a nivel general un 10% de tarifa que entró en vigor el 5 de abril, con una imposición agravada a países como China 34% (que con los aranceles vigentes se queda en una tarifa final del 67%), UE 20% y Japón 24% entre otros. Los grandes ausentes el día del anuncio de las nuevas imposiciones eran Canadá y México, aunque mantienen las tarifas ya vigentes del 25% a los productos no recogidos por el acuerdo comercial que existe entre ambos países con EEUU. Por el momento quedan exentos de imposición algunos bienes como cobre, madera, productos farmacéuticos, o semiconductores sobre los que habrá que esperar a próximos anuncios y mayor detalle por parte de la Administración.

Este primer anuncio es solo el inicio de una guerra en el que habrá que esperar a ver represalias por parte de los países afectados, estrategias de negociación y una un sinfín de movimientos de los que dependerá la gravedad y el nivel al que pueden escalar los efectos en el crecimiento mundial. La incertidumbre en las próximas semanas seguirá siendo máxima.

Nuestras primeras estimaciones muestran un impacto negativo en el PIB estadounidense del 1,2% en 2025, y aumentan las probabilidades que le damos a un escenario de recesión si escala el conflicto arancelario y no se lleva a cabo una negociación por parte de los países, haciendo que la situación persista en el tiempo. Los casos históricos previos, como la Ley Smoot-Hawley de 1930, que subió los nos

muestran el impacto neto negativo de estas medidas.

Además, el empleo tendrá un papel decisivo entre un escenario de bajo crecimiento y la recesión, y ha comenzado a dar síntomas de debilidad en encuestas como la *Challenger* americana, donde se han anunciado mas de 280.000 despidos provenientes del nuevo plan de eficiencia de gastos del gobierno (DOGE) o la encuesta de ISM de servicios, con un componente de empleo que se publicaba en niveles de contracción para el mes marzo.

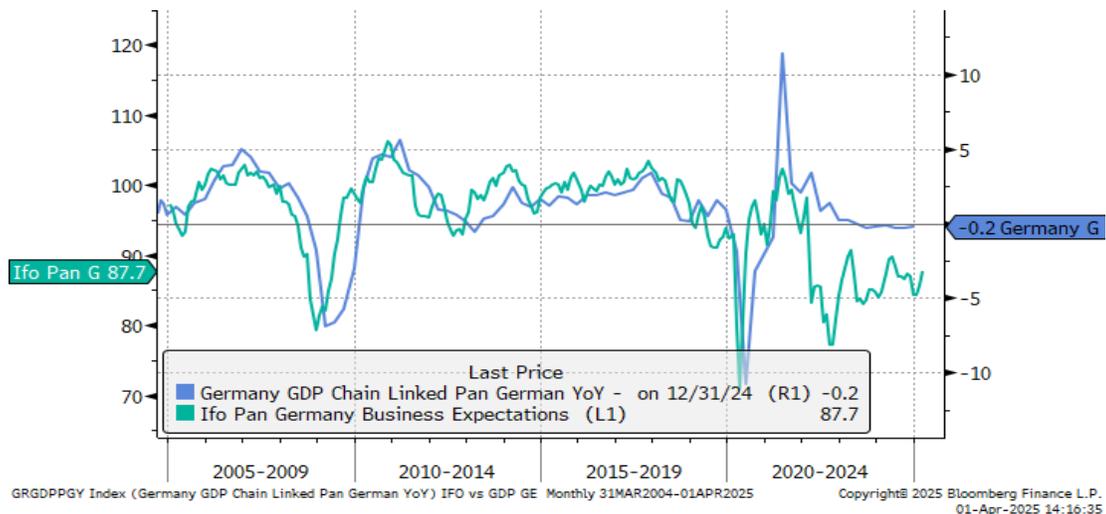
En cuanto a la inflación, y a pesar de que las tarifas tengan en principio un efecto que la Fed considera “transitorio” —ya que, una vez que el impacto impositivo desaparece del efecto base de la variación interanual, el repunte inflacionario tiende a desvanecerse—, proyectamos un incremento del 1,2% en el corto plazo. Esta estimación asume que no se producirá una escalada salarial, ya que eso podría generar un impacto más persistente en los precios.

Por la parte de política monetaria, y ante un escenario de fuerte desaceleración del crecimiento e inflación transitoria, aumentan el número de bajadas que vemos por parte de la Fed en lo que queda de año, hasta llegar al que estimamos es el tipo neutral del 3,5%, con cuatro bajadas adicionales de cuarto de punto.

Europa

Crecimiento anémico en 2025, a la espera del impulso fiscal en 2026

PIB Alemania (% interanual) vs. Encuesta IFO de sentimiento alemana.



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento nulo en 2025, con un impacto negativo de los aranceles del 1,1% sobre el PIB.
- › El paquete de gastos en infraestructuras en Alemania podría favorecer el crecimiento en el medio plazo (2026). Dudas sobre la financiación del plan de rearme.
- › A la espera de la respuesta por parte de la UE a los aranceles impuestos con una posible escalada en la guerra comercial.

IPC Eurozona (% interanual) vs. PPI (%interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

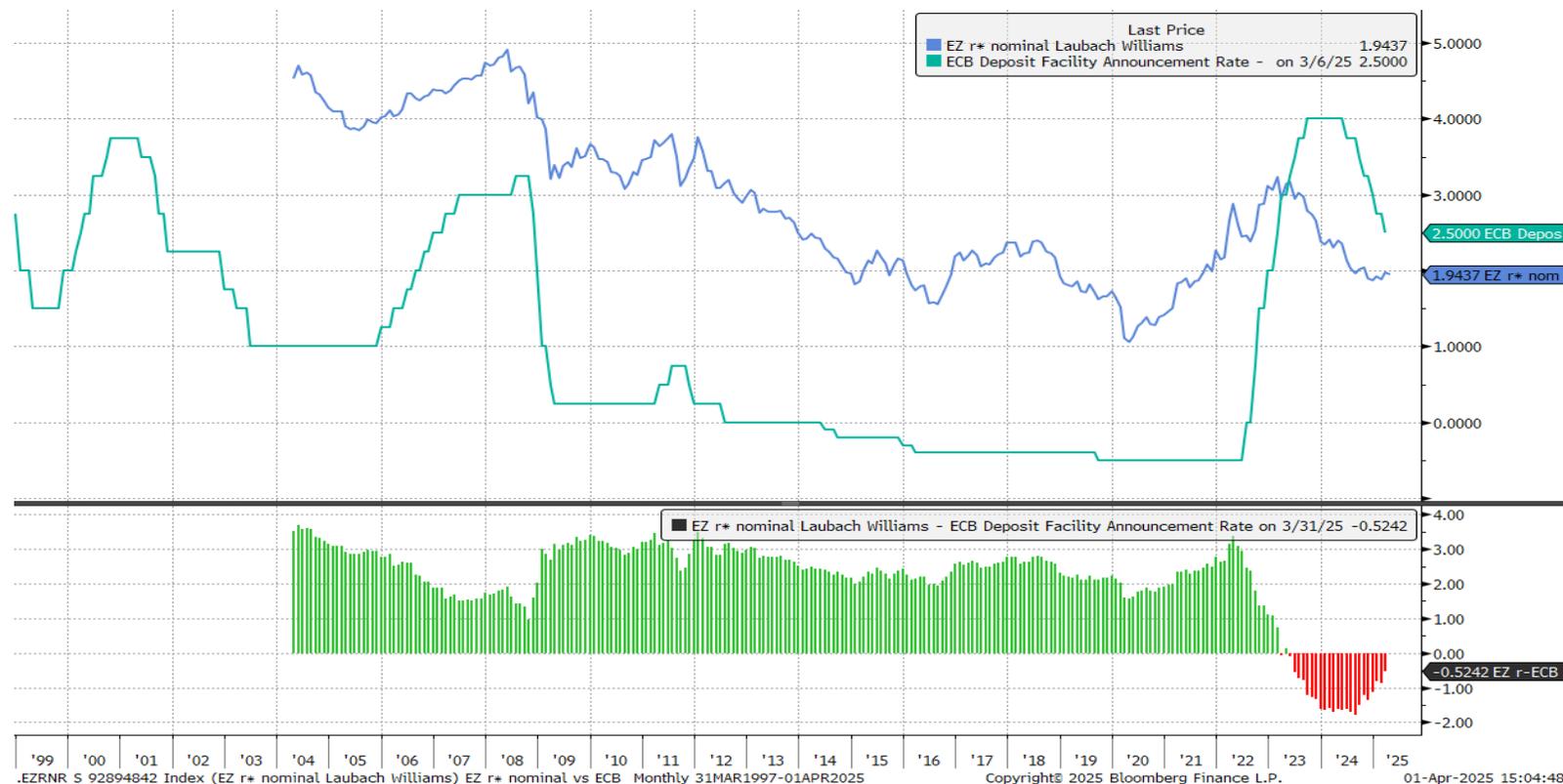
+ Inflación

- › Niveles de inflación en la Eurozona contenida en el 2,2% por el momento.
- › Precios de producción industrial repuntando y niveles de inversión aumentando probablemente no aligeren los niveles de inflación los próximos meses.
- › Una respuesta arancelaria podría incrementar la inflación, si bien la subida del EUR y la caída del petróleo restan presión a corto plazo.

Europa

El BCE cuenta con margen para mitigar el impacto arancelario.

Tipo de interés neutral de Laubach Williams (r*) vs. Tipo de interés del BCE



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

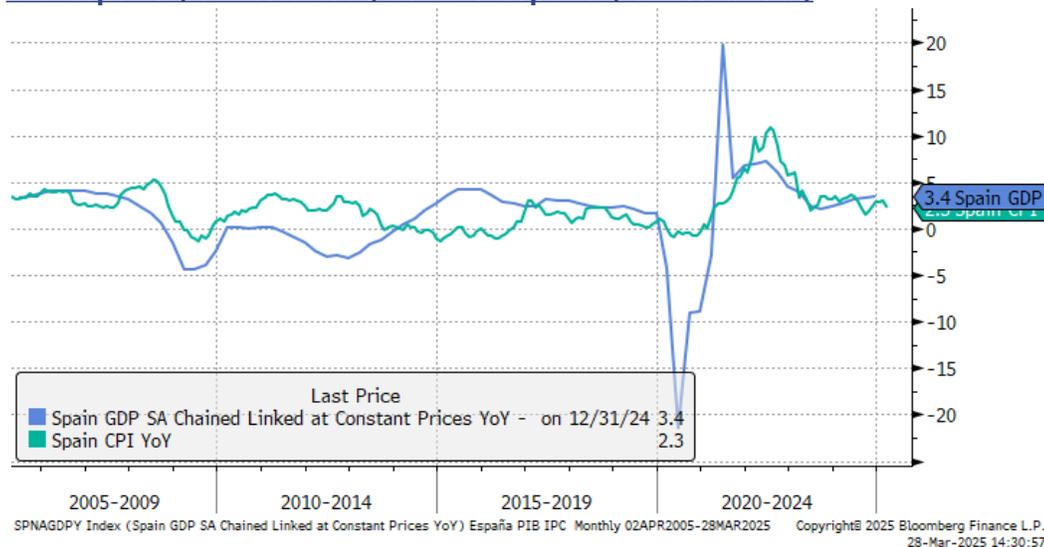
Tipos de Europa a la baja

- › Para poder financiar los planes fiscales los gobiernos necesitarán políticas monetarias favorables.
- › Una respuesta hostil por parte de Europa a EEUU vía aranceles sería la principal presión inflacionista.
- › El BCE tiene todavía margen de bajada. Esperamos dos bajadas adicionales este año hasta el tipo neutral entorno al 2%.

Iberia

Menor exposición a exportaciones a EEUU

PIB España (% interanual) vs. IPC España (% interanual)

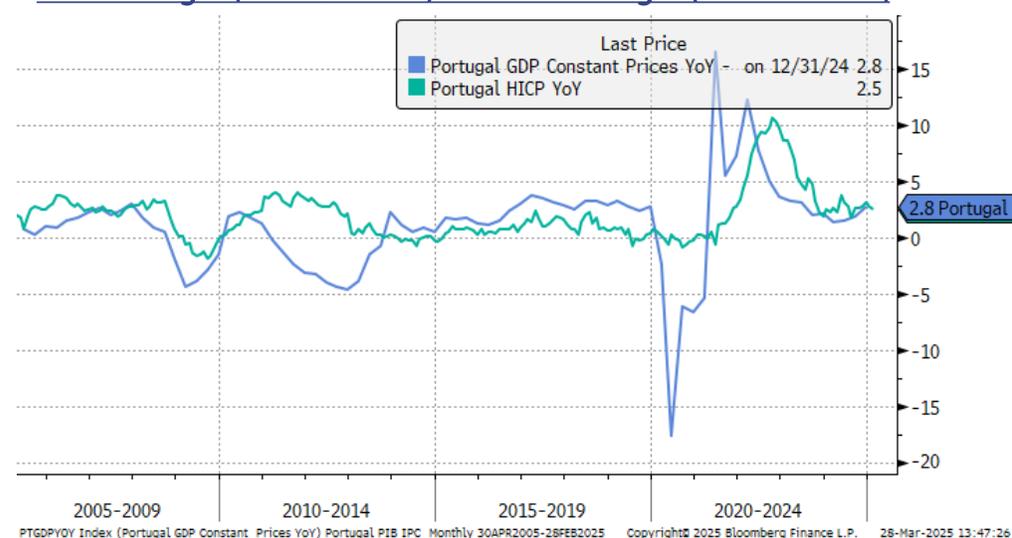


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ España

- › Crecimiento esperado del 2,4% en 2025, pendiente de revisar por aranceles.
- › Las exportaciones a EEUU suponen €24.000 Mll, sexto mercado internacional.
- › Inflación esperada del 2,4% a finales de 2025. El proceso desinflacionista debería continuar en los próximos meses.

PIB Portugal (% interanual) vs. IPC Portugal (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Portugal

- › Crecimiento esperado del 2,0% en 2025, pendiente de revisar por aranceles.
- › Las exportaciones a EEUU suponen €7.000 Mll, cuarto mercado internacional.
- › Inflación esperada del 1,9 % en 2025, por lo que la geografía se encuentra ya muy en línea con el objetivo del BCE.

Europa

A la espera de respuestas

La imposición de una tarifa del 20% podría producir una caída potencial del 50% de las exportaciones a EEUU a medio plazo. El impacto en crecimiento estimado es del 0,5-1% del PIB en 2025, lo que resultaría en un crecimiento prácticamente nulo o incluso negativo este año en la Eurozona.

Sin embargo, el plan fiscal alemán de 500.000 millones de euros de inversión en infraestructuras plantea una recuperación tras la corrección comentada, en el año 2026. Además, ha sido aprobado ya por las cámaras que los gastos en defensa que excedan del 1% del PIB sean excluidos de restricciones fiscales. Queda pendiente la aprobación de planes de financiación del plan de defensa por parte del resto de países de la UE para el plan Rearme. A diferencia de momentos anteriores, tenemos mayor visibilidad sobre el ciclo europeo que sobre el americano en estos momentos.

En cuanto a inflación existen dos presiones contrapuestas derivadas del escenario actual. Por un lado, una presión claramente deflacionista, derivada de un nuevo orden de comercio mundial en el que los países busquen nuevas geografías en las que poder exportar sus productos y por tanto se produzca un exceso de oferta, en el caso de Europa proveniente de los fabricantes asiáticos que han visto cerrarse las puertas del mercado estadounidense. Unida a un

entorno de tipos en el que el BCE tiene margen de bajada de tipos con una inflación por el momento contenida en el 2,2%. Además, el impacto de los aranceles ha tenido un claro efecto negativo sobre el petróleo, que registra importantes caídas tocando niveles de 62,51 USD por barril.

Por otro, la posible escalada del conflicto arancelario con aranceles recíprocos por parte de Europa hacia EEUU ejercería una presión inflacionista lo que llevaría a una a una subida de la inflación hasta el 0.8-1.2%.

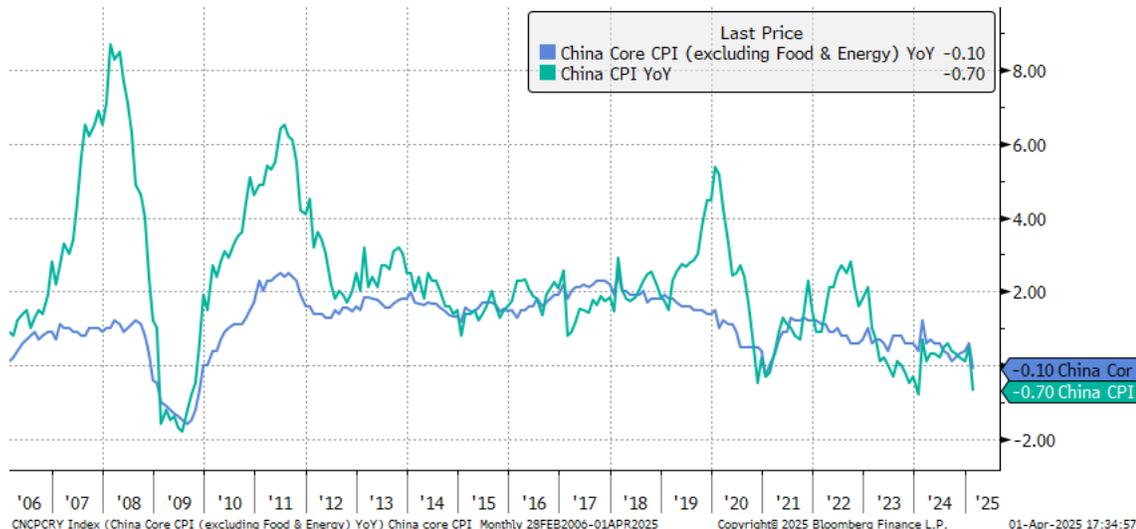
Con respecto a política monetaria, vemos dos bajadas de tipos adicionales este año hasta niveles del 2% , a la espera de próximos eventos en la guerra arancelaria con margen para una bajada adicional si fuese necesario impulsar la actividad por un entorno de mayor deterioro.

Con todo, la situación económica de Europa los próximos meses, dependerá en gran parte de hasta dónde escale el conflicto por lo que las represalias que decida implementar la Unión Europea son determinantes.

Emergentes

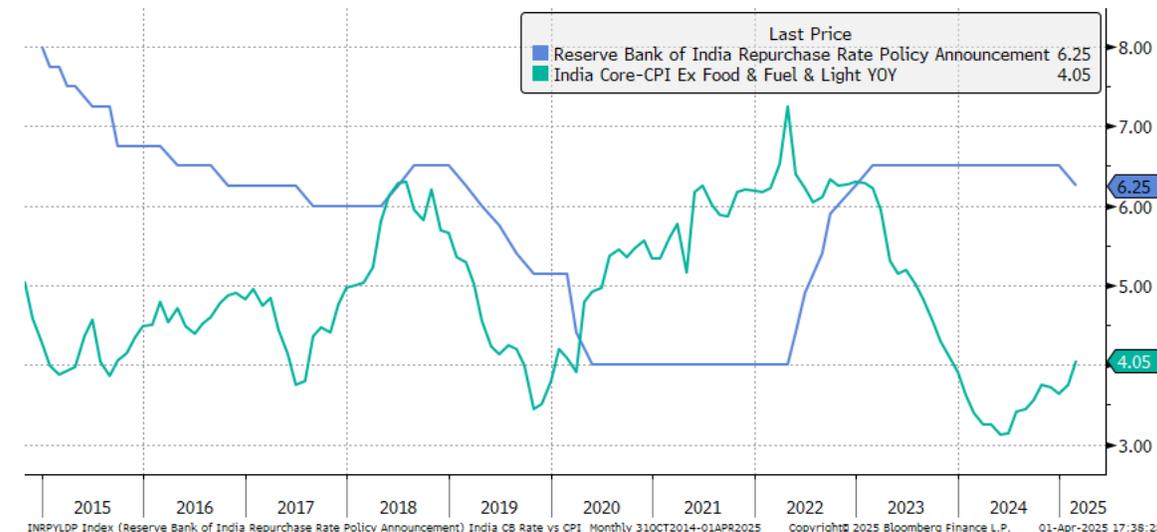
Asia, la gran afectada

China- IPC general (% interanual) vs IPC subyacente (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

India- IPC (% interanual) vs tipo de interés de referencia del banco central



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Emergentes

- Asia, uno de los principales objetivos de la nueva política arancelaria.
- En India se hacen necesarios estímulos económicos con una política monetaria todavía restrictiva y el crecimiento impactado en mayor medida por los aranceles recíprocos (26%)
- Latam afectada en menor medida, con un 10% a nivel generalizado.

+ China

- Crecimiento esperado del 4,5% en 2025, por debajo del objetivo del gobierno. Los aranceles ponen en riesgo un 3% del PIB chino.
- Son necesarios mayores estímulos, especialmente monetarios, para romper la espiral deflacionista y apoyar la demanda interna.
- Gran implicación en el conflicto arancelario con situación económica deteriorada previamente, sobre todo en consumo interno.

Emergentes

Tareas pendientes

Las economías emergentes se han alzado hasta el momento como un oasis de crecimiento en una economía global en la que la incertidumbre lastraba el crecimiento de EE. UU. y Europa. La mayor parte de países en América Latina tendrá el arancel general del 10% pero no han sido sometidos al agravante de otros países.

Sin embargo, Asia, es la clara damnificada de la nueva política arancelaria. Países como Vietnam (46%), Japón (24%) y Corea del Sur (25%) han visto sus relaciones comerciales agravadas y para todos ellos supone un impacto importante en las exportaciones a EE.UU.

China tampoco se queda atrás, con un 34% de tarifa recíproca, que se aplica sobre las imposiciones ya vigentes (que atacan precisamente al sector que mejor comportamiento ha tenido, como es el industrial) lo que deja un nivel de imposición efectivo del 67%. La estimación es de 80% de caída sobre las exportaciones a EEUU, y un impacto negativo en PIB de hasta 1,2%. El país ya se encontraba en una situación de deterioro importante donde el consumo interno es el gran afectado, y se hacen, ahora más que nunca, necesarios estímulos monetarios agresivos que pongan solución al problema deflacionista en el que se encuentra el país (con una inflación del -0,70%), derivado de la falta de demanda interna. Quizás este es el momento que haya estado

esperando China para anunciar la inyección de liquidez que el sistema necesita, si no, podríamos encontrarnos ante una situación parecida a la que hemos visto en numerosas ocasiones desde la Gran Depresión de 1929 hasta la década perdida de Japón, todos ellos fueron fruto de unas autoridades excesivamente tibias en la aplicación de expansión monetaria. Por el momento se espera una bajada de tipos en mayo.

Respecto a la India, la economía se ha desacelerado ante una política monetaria que continúa siendo restrictiva. Con la inflación subyacente en el 4% y los tipos de interés en el 6,25%, creemos que existe margen de maniobra para estimular la economía. Unos estímulos que se hacen más necesarios, si cabe, tras el anuncio del arancel de EEUU del 26% y que provoca un claro ajuste a la baja de las estimaciones de crecimiento para el año en la geografía. Ambos países han venido manteniendo negociaciones y la India ha mostrado su voluntad de llegar a un acuerdo con algunas concesiones iniciales como rebajar los aranceles a algunos de los productos más mediáticos de la guerra arancelaria como las motos Harley Davison o el bourbon. No obstante, habrá que esperar a la estrategia que toma el país a partir de ahora, que actualmente genera un superávit comercial de \$36.000 con EEUU.

ABANCA House View

Escenarios

- Negativo

40% Recesión global

- › Proteccionismo comercial y guerra arancelaria total a nivel global.
- › Recesión global, con EEUU en contracción arrastrando al resto del mundo.
- › Escalada de conflictos geopolíticos y repunte de materias primas.
- › Incremento de las tasas de inflación obliga a frenar el proceso de bajadas de tipos o incluso a ajustes al alza.
- › Errores de política monetaria generan una segunda ola de inflación y/o una contracción del crecimiento.

= Neutral

50% Fragmentación & debilidad

- › Crecientes tensiones y fragmentación entre EEUU-Europa-China.
- › Se evita una escalada de las tarifas recíprocas, sin alcanzar acuerdos globales.
- › En EEUU, se reduce el crecimiento significativamente por debajo del crecimiento potencial.
- › En Europa, contracción del crecimiento en 2025, seguido de una recuperación moderada en 2026 apoyada por el impulso fiscal alemán.
- › Débil crecimiento en China, salvado por estímulos monetarios y fiscales.
- › 4 bajadas de tipos en EEUU hasta el 3,5%. Al menos 2 bajadas en Europa hasta el 2%.

+ Positivo

10% Acuerdos y crecimiento

- › Nuevo acuerdo comercial global (WTO 2.0) permite la reducción de aranceles a nivel global.
- › Reducción de los riesgos geopolíticos.
- › Reajuste del comercio global sin disrupciones permite mantener el crecimiento.
- › Estabilización de la inflación en niveles cercanos a los objetivos de los bancos centrales.
- › Bajadas adicionales de los bancos centrales apoya el crecimiento.
- › La implementación temprana de la IA genera ganancias de productividad en el corto plazo.

Principales riesgos macroeconómicos

Crisis geopolítica global

- › Escalada de los conflictos abiertos en Ucrania y Oriente Medio.
- › Nuevo conflicto en Asia entre China y Taiwan.
- › Ruptura del bloque EEUU-Europa.
- › Impacto en el precio de materias primas, especialmente energía y alimentos.
- › Disrupción de las cadenas de suministros de semiconductores y tierras raras.

Retorno de la inflación

- › Reaceleración de la inflación en EEUU por el impulso del consumo y el fuerte gasto fiscal.
- › Reaceleración de la inflación en Europa vía materias primas.
- › Recuperación del consumo en China impulsa la demanda global.
- › Bancos centrales se ven obligados a frenar el proceso de bajadas de tipos o incluso a ajustarlos de nuevo al alza.

Guerra arancelaria

- › Escalada de aranceles a nivel global provoca una recesión del comercio mundial.
- › Imposición de aranceles por parte de EEUU y respuesta por el resto del mundo, incluyendo China y la UE.
- › Deterioro del crecimiento global con inflación más persistente.
- › Impacto en el consumo, menor renta disponible y deterioro de la confianza.

Estimaciones Macroeconómicas

	PIB			Inflación		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Global	3,2	2,9	2,9	5,7	3,9	3,5
Estados Unidos	2,8	1,9	1,9	3,0	3,0	2,6
Eurozona	0,9	0,9	1,3	2,4	2,2	2,0
Alemania	-0,2	0,3	1,2	2,5	2,3	2,0
España	3,2	2,5	1,9	2,9	2,4	2,0
Francia	1,2	0,7	1,1	2,3	1,4	1,8
Italia	0,7	0,6	0,9	1,1	1,9	1,7
Portugal	1,9	2,3	1,9	2,7	2,0	1,9
Reino Unido	1,1	1,0	1,4	2,5	3,0	2,4
Japón	0,1	1,2	0,9	2,7	2,6	1,8
Emergentes	4,8	4,2	4,1	6,6	3,4	3,0
Brasil	3,4	2,0	1,7	4,4	5,1	4,3
China	5,0	4,6	4,2	0,2	0,6	1,1
India	9,2	6,5	6,5	5,0	4,6	4,3

ABANCA House View

Asignación de activos

abanca.com

Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

//ABANCA

Renta Fija

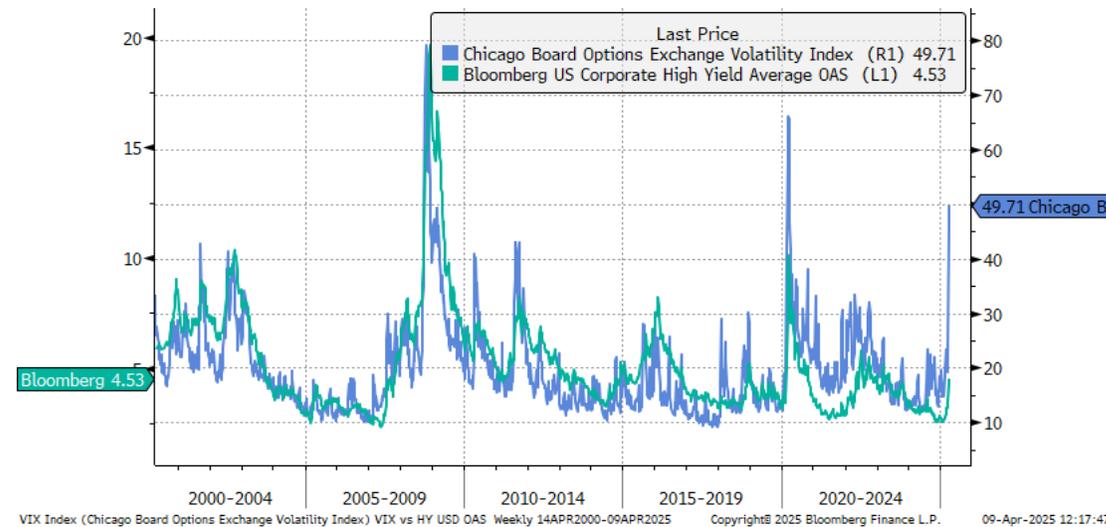
Visión constructiva en deuda soberana europea

Evolución tipo de interés deuda pública europea 10 años



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Índice VIX de volatilidad vs. Diferencial medio HY USD (baja calidad crediticia)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Renta Fija

- › Neutral+ en Duración. Favorecemos posición en curvas de gobierno. Europa, preferencia por curva alemana (5 años), en periferia preferencia por 2 años por plan Rearme de la UE. En USD, tramo 2 años para evitar sensibilidad de política arancelaria.
- › Neutral en IG (activos de alta calidad crediticia). Cerramos el relativo a favor de EUR por valoración. Activo atractivo por retornos altos y calidad de las compañías, baja probabilidad de default. Diferenciales ampliando (convergiendo hacia media histórica).
- › Neutral en HY EUR (activos de baja calidad crediticia) y Deuda Emergente (1-3 años). Diferenciales ampliando. Todavía margen de ampliación en entorno de volatilidad e incertidumbre. (gráfico derecho)

Renta Fija

Vuelve el papel defensivo de la renta fija

Tras el reciente anuncio de nuevos aranceles recíprocos por parte de Trump, los mercados financieros experimentaban un aumento importante en volatilidad y una marcada aversión al riesgo. En este contexto hemos podido volver a comprobar el papel de la renta fija como activo defensivo, especialmente las curvas de gobierno, con Alemania siendo el claro activo refugio para los inversores europeos. El bono a 10 años, que ampliaba más de 30 pb el día del anuncio del paquete fiscal de 500.000 millones de euros, ha vuelto en un entorno de preocupación e incertidumbre al nivel previo en el que se encontraba. El movimiento del mercado ha venido acompañado de un empujamiento de las curvas y movimientos en las primas por plazo, que aprovechamos para reajustar la composición de una duración que seguimos manteniendo en Neutral+ como elemento defensivo en las carteras en un escenario de crecimiento a la baja.

En cuanto a crédito, hemos visto una clara ampliación de diferenciales en todos los activos, después de un entorno de cierta complacencia del que veníamos. Los activos de alta calidad han resistido con ciertas ampliaciones convergiendo hacia las medias históricas, tanto en EUR como en USD. Mantenemos nuestra visión neutral en el activo por la calidad de las compañías

y la baja probabilidad de default.

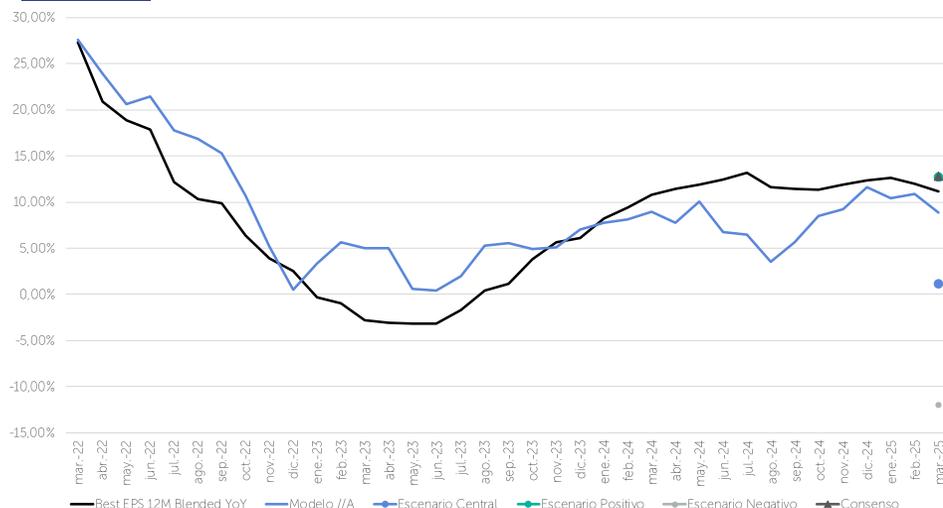
Por la parte de los activos de baja calidad crediticia, vemos ampliaciones más considerables, hasta 106 puntos básicos de ampliación en el crédito USD de baja calidad, y 84 puntos básicos en el caso de EUR. Los activos de mayor riesgo son los más afectados y creemos que todavía hay margen de ampliación dado el escenario de incertidumbre en el que nos encontramos y la probabilidad que le estamos dando al escenario negativo (40%).

Con todo, continuamos sobreponderando la renta fija como activo en un entorno donde la volatilidad y la incertidumbre seguirán siendo los factores predominantes las próximas semanas. Los movimientos de mercado de las últimas jornadas han devuelto los activos a niveles cercanos a su media histórica, por lo que, si bien no observamos todavía oportunidades para incrementar el riesgo en las carteras, creemos que el reseteo de las valoraciones y el nivel de tipos de interés actual ofrece una rentabilidad futura atractiva, por encima de su media de 10 años, en la renta fija europea.

Renta Variable

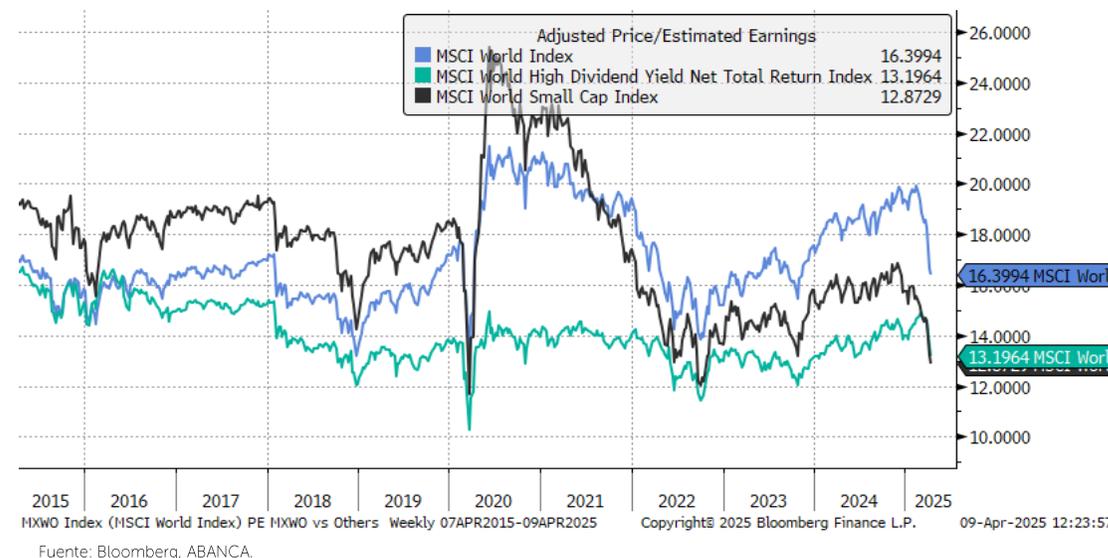
Las valoraciones siguen importando

Evolución de los beneficios S&P500 estimados 12M vs modelo macro ABANCA



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Ratio PER MSCI World vs. Dividendo & Pequeñas compañías



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Renta Variable

- › Neutral en el activo en general, con el mercado castigando los segmentos más sobrevalorados que sufren por contracción del múltiplo.
- › Atractivo en compañías que no han estado sobrevaloradas y tendrán la capacidad de adaptarse. Buena calidad, generadoras de caja, reparto de dividendos y negocios estables. No es el momento de malvender buenos activos.
- › Estimamos crecimiento plano de los beneficios en el escenario central. En un escenario de recesión veríamos caídas de doble dígito en beneficios(-12%)
- › El consenso continúa alineado con un escenario favorable, sin impactos en crecimiento (+12,8%), al que nosotros solo le damos un 10% de probabilidad.

Renta Variable

Del optimismo al valor real

Los mercados de renta variable han sido los más afectados por el giro en el entorno macroeconómico que hemos vivido. Lo que comenzó como un año de estabilidad en precios y crecimiento moderado, ha evolucionado rápidamente hacia un escenario de inflación creciente y deterioro económico. Este cambio está forzando a muchas compañías a tomar decisiones estratégicas clave, especialmente en lo que respecta a su exposición a Estados Unidos, la gestión de sus cadenas de suministro y el impacto en sus volúmenes de venta. La reacción del mercado el pasado “Día de la liberación” fue inmediata: el S&P 500 cayó un -10,5% en solo dos sesiones, su peor desempeño en dos días desde marzo de 2020, mientras que el Euro Stoxx 50 llegó a ceder más de un -7% en su peor jornada desde los inicios de la pandemia. En este nuevo contexto, las empresas tienen pocas alternativas: trasladar los aumentos de costes a los precios finales, opción solo viable para aquellas con ventajas competitivas claras y productos difíciles de sustituir, o absorber el impacto a través de sus márgenes, lo que inevitablemente afectará a sus beneficios.

Nuestro escenario base estima un crecimiento plano de beneficios de las empresas en los próximos 12 meses, basado en un repunte del desempleo y una desaceleración en el crecimiento, unido al repunte de precios hasta niveles

del 4,3% de IPC en EE. UU. El consenso, sin embargo, se posiciona todavía en un escenario más optimista, al que nosotros solo le damos un 10% de probabilidad, descontando un crecimiento del +12,8% en los beneficios por acción de las compañías.

Por el lado de las valoraciones, ya se está produciendo una corrección significativa, particularmente en aquellos sectores que venían mostrando múltiplos excesivamente elevados desde hace meses. La corrección reciente en el segmento tecnológico, con una caída del -16% en lo que va de año, es una clara señal de que los inversores han dejado de estar dispuestos a pagar primas desproporcionadas ante un escenario de mayor incertidumbre.

Mantenemos una visión neutral sobre la renta variable, apoyándonos en aquellas áreas del mercado que no han estado en el foco de la sobrevaloración y que cotizan a múltiplos atractivos desde hace meses. Se trata de compañías de gran calidad, negocios estables y pago recurrente de dividendos. Aunque también se han visto afectadas por la volatilidad, su caída ha sido más contenida y creemos que no tiene sentido deshacerse de activos de calidad en un momento de mercado desfavorable. Vemos la volatilidad como una oportunidad para seguir acumulando en nuestras convicciones.

FX

El epicentro del reordenamiento global

Evolución EUR/USD vs diferencial de tipos de interés 2A/1A (Europa-EEUU)



Fuente: ABANCA.

Dentro de los cambios que estamos observando en el orden mundial, las divisas juegan un papel fundamental como medio de cambio del comercio global.

Si la elevada incertidumbre se materializa en un activo es precisamente en el USD, donde son múltiples las fuerzas a favor y en contra.

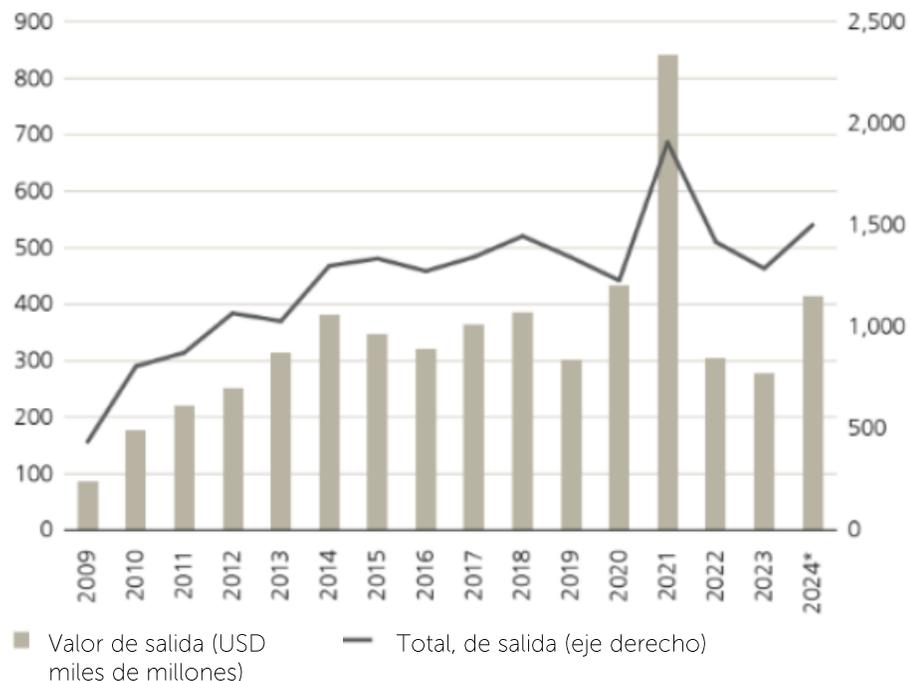
La principal fuerza positiva son los aranceles. La política comercial restrictiva actúa a favor de una apreciación del USD al reducir las importaciones (que obligan a vender USD para comprar los productos en el exterior), y el tono más agresivo de esta Administración Trump frente a su primer mandato, soporta esta tesis. Sin embargo, el movimiento inicial de la moneda con una importante caída en el valor de la misma poco se correspondía con la teoría económica detrás del proteccionismo y las barreras arancelarias. El EUR/USD tocaba niveles de 1,11.

Pero es precisamente la Administración Trump la que fundamenta el principal argumento bajista sobre el USD, y es su vocación de reconstruir la industria manufacturera americana y recuperar la competitividad perdida en las últimas décadas. La única vía para ello sería una devaluación del Dólar, y ya han comenzado los rumores de un posible "Acuerdo de Mar-a-Lago" que permita debilitar el Dólar a través de canjes de deuda con los actuales tenedores de bonos del Tesoro americano. El movimiento inicial tras el anuncio del 2 de abril fue poco "teórico", puesto que no se correspondía con lo que ocurre cuando se implementan aranceles y medidas proteccionistas en una geografía.

Alternativos

Fuente de diversificación, siempre con análisis previo

Salidas de activos de Capital Privado en EEUU



Fuente: UBS.

En momentos de volatilidad elevada en los mercados, los activos no cotizados muestran su verdadero valor dando estabilidad a las carteras y recordando a los inversores la diferencia entre los cambios de sentimiento de los inversores; y el valor real de las compañías, mucho más estable en el tiempo.

Seguimos favoreciendo los activos de mercados privados, especialmente desde un punto de vista de construcción de carteras, donde la historia nos demuestra que incorporarlos en cartera produce mejores retornos ajustados al riesgo. Creemos que este dato se mantendrá en el futuro, si bien será necesario un análisis y selección exhaustiva de los vehículos. Tras el 'boom' de los activos privados tras la pandemia, comenzamos a ver las dificultades de algunos gestores para ejecutar la salida de sus inversiones. Es precisamente en esta fase final cuando se observa la diferencia entre los gestores de primer cuartil frente al resto.

Respecto a los activos alternativos cotizados, el oro sigue siendo el que más titulares acapara debido a la fuerte subida que acumula en el año. Precisamente esa fuerte subida y la sobrecompra acumulada han provocado que su comportamiento defensivo en estas sesiones de volatilidad no haya sido tan notable. El oro, como el resto de los activos, también se puede ver afectado por ciclos de euforia a corto plazo que no deben alterar nuestra visión estratégica y el papel estructural que como siempre recordamos, debe tener el oro en las carteras diversificadas.

Asignación de activos



Aviso Legal

Este documento es informativo y ha sido elaborado por ABANCA CORPORACION BANCARIA, S.A. ("ABANCA") sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni de recomendación personalizada de compra, venta o de adopción de una estrategia de inversión específica. Por tanto, no se está prestando el servicio de asesoramiento en materia de inversión ni tampoco asesoramiento sobre cuestiones legales o fiscales o análisis financiero, ni debe interpretarse como tal. Las inversiones implican riesgos y su valor e ingresos derivados pueden variar según las condiciones del mercado y el régimen fiscal de aplicación, siendo posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. Las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. ABANCA no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a los resultados obtenidos del uso de la información en este documento. ABANCA no garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenidos de otras fuentes de terceros. El servicio de gestión discrecional de carteras (GDC) así como algunos de los instrumentos incluidos en los listados de asesoramiento elaborados por ABANCA pueden tomar en cuenta alguna de las ideas de inversión reflejadas en este documento. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los clientes. La información financiera contenida en el documento no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada cliente. En caso de estar interesado en algún producto y/o servicio en particular, por favor, póngase en contacto con ABANCA para determinar si el producto y/o servicio está disponible para su distribución y si resulta adecuado para usted. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de las rentabilidades futuras. El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo. En particular, el receptor de este documento en ningún caso utilizará la información contenida en el mismo para la prestación de servicios de inversión en los que la recepción gratuita de este tipo de documentación esté prohibida.

Las inversiones en instrumentos financieros implican riesgos y su valor e ingresos derivados pueden variar según las condiciones del mercado y el régimen fiscal de aplicación, siendo posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. A modo de resumen, los principales riesgos que ha de asumir un inversor en este tipo de instrumentos son los siguientes: de mercado, de tipo de interés, de tipo de cambio, de crédito y de liquidez.

