

Mayo 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.

Lecciones de un mes volátil

Un observador ajeno al mercado podría concluir que abril fue un mes relativamente tranquilo para la renta variable, a juzgar por el dato agregado: el índice global cerró el cuarto mes del año con una modesta subida del +0,74%, recuperando parte del terreno perdido en febrero y marzo.

Sin embargo, nada más lejos de la realidad. Abril fue un mes profundamente volátil, con una caída del -10,1% en los primeros ocho días, seguida de una recuperación del +12,3%. La volatilidad desencadenada por el llamado 'Liberation Day' y los posteriores cambios de dirección pusieron a prueba dos de los atributos esenciales de un buen inversor: paciencia y disciplina.

Paciencia, para soportar la volatilidad provocada por eventos inesperados y entenderla como una parte inherente del proceso inversor. Saber que este no ha sido el primer episodio de tensión, ni será el último, es clave para mantener la perspectiva.

Disciplina, para no dejarse llevar por el miedo en los días de mayor presión, cuando las ventas en activos de riesgo se intensificaron tras el anuncio. Esa disciplina se traduce en contar con un proceso de inversión robusto, basado en el análisis, que nos lleve primero a evaluar con rigor las implicaciones del evento antes de tomar decisiones precipitadas.

Analizar el impacto del anuncio sobre variables clave del ciclo económico — como el crecimiento y la inflación—, así como sus consecuencias sectoriales y empresariales, ha sido fundamental para transitar estas semanas con criterio. Las correcciones, aunque intensas, fueron rápidas y, vistas en perspectiva histórica, relativamente contenidas. Han abierto una ventana de oportunidad para reforzar algunas de las convicciones existentes en nuestras carteras.

No era momento para malvender buenos activos en medio del pánico, ni para comprar de forma agresiva. Ha sido, más bien, un periodo para realizar ajustes tácticos, consolidar posiciones de calidad y preservar la flexibilidad necesaria para navegar un entorno que, aunque incierto, continúa ofreciendo oportunidades relevantes.

Evolución renta variable global (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

- › Incertidumbre sobre el rumbo.
- › Impacto negativo en crecimiento.
- › Presión inflacionista transitoria.



+ Emergentes

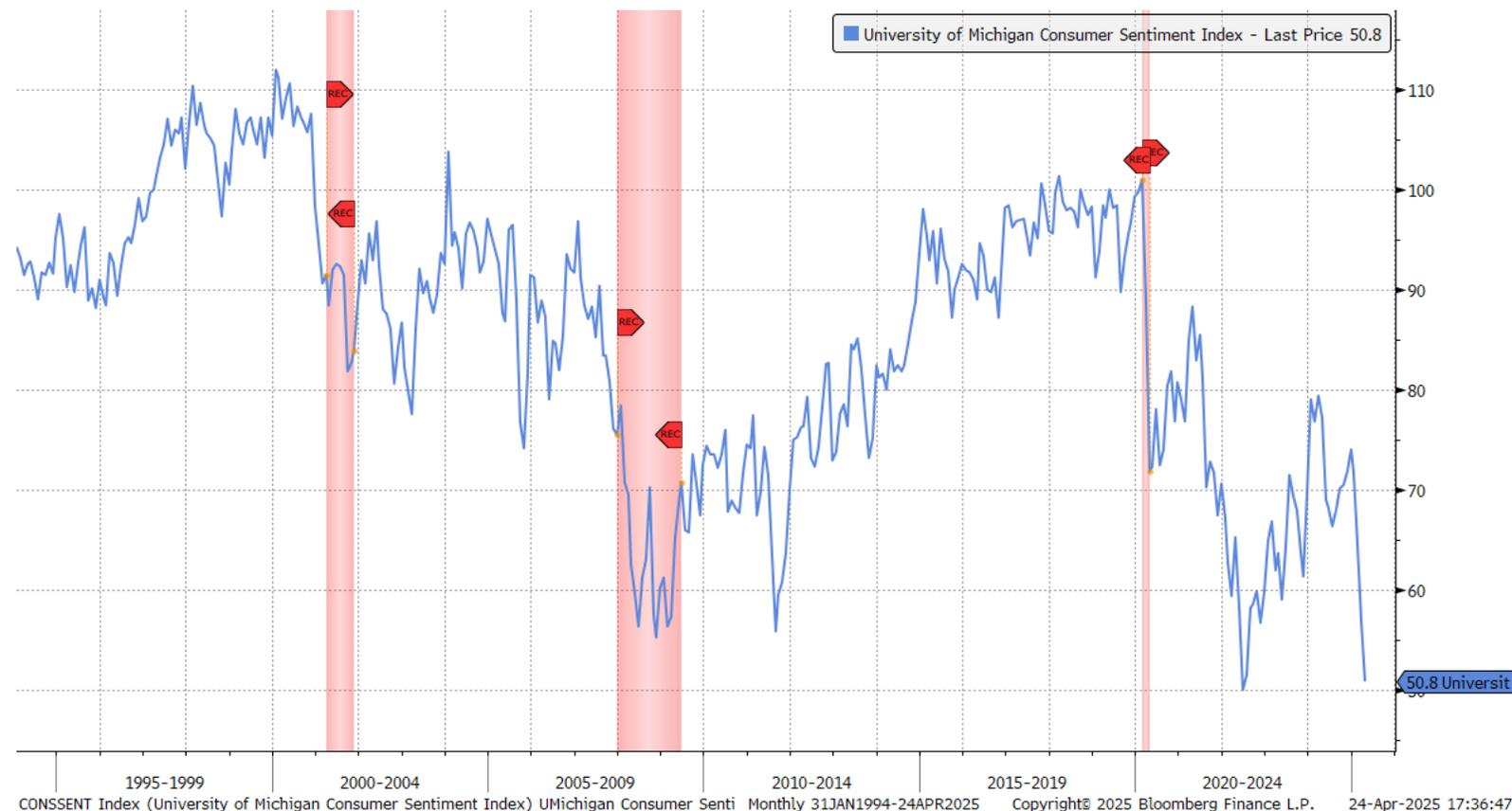
- › Impacto al comercio global.
- › Reordenación de producción.
- › Estímulos en China.

+ Europa

- › Impacto arancelario a la exportación.
- › Expansión fiscal en Alemania.
- › Equilibrio fiscal en foco.

Guerra comercial

La confianza debe ganarse

Índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

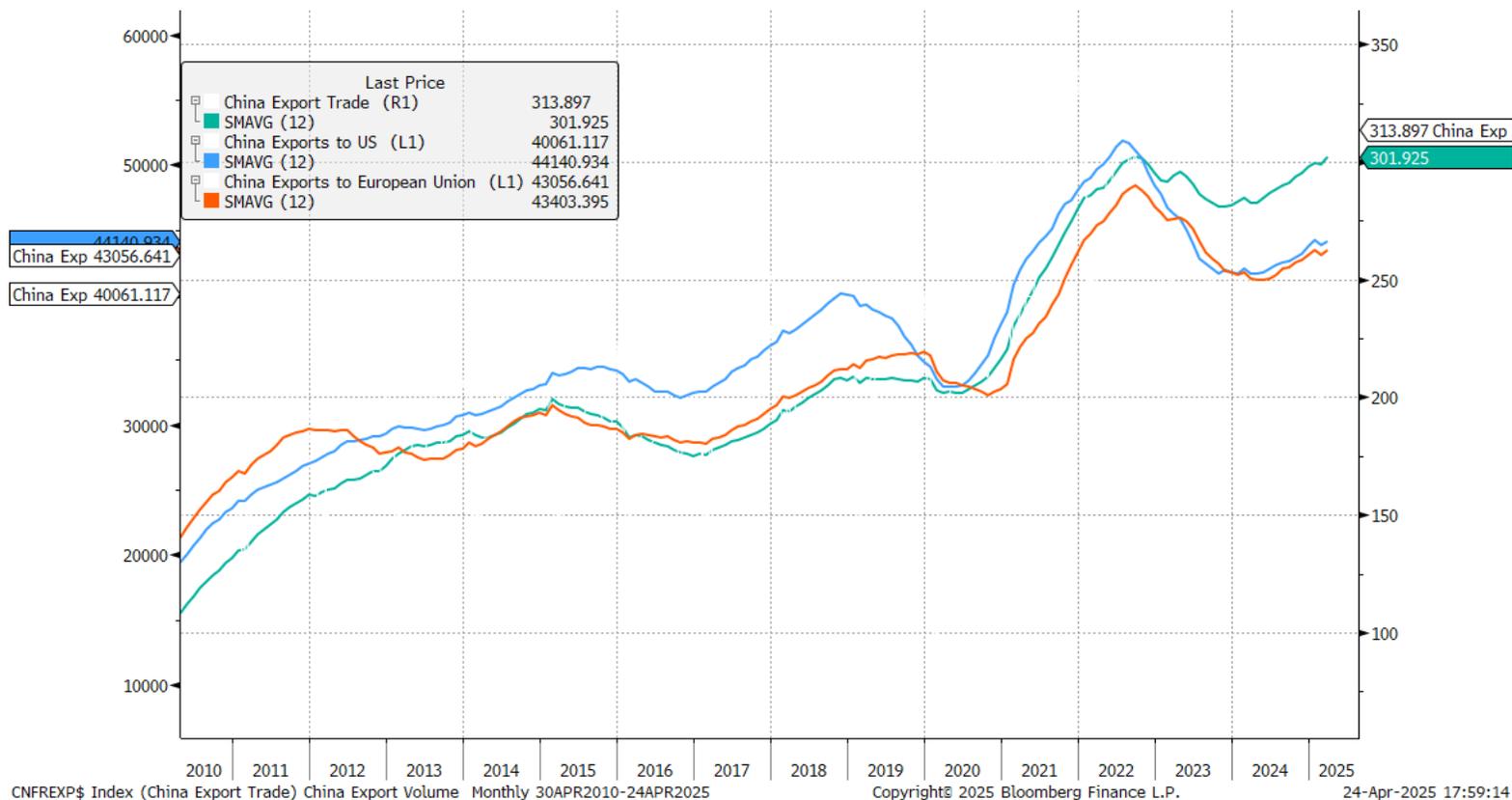
Certezas en el entorno actual

- › Las medidas adoptadas tendrán un impacto negativo sobre el crecimiento que no podrá revertirse por completo, aunque se dé marcha atrás a los aranceles.
- › Una rebaja arancelaria a niveles del 10-15% seguiría generando un escenario de menor crecimiento vs inicio de año.
- › El proceso ha dañado la confianza de consumidores y empresas, la cual llevará tiempo recuperar dada la incertidumbre actual.

Guerra comercial

El poder de la adaptación

Evolución exportaciones de China (Total/ EEUU/ Europa)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

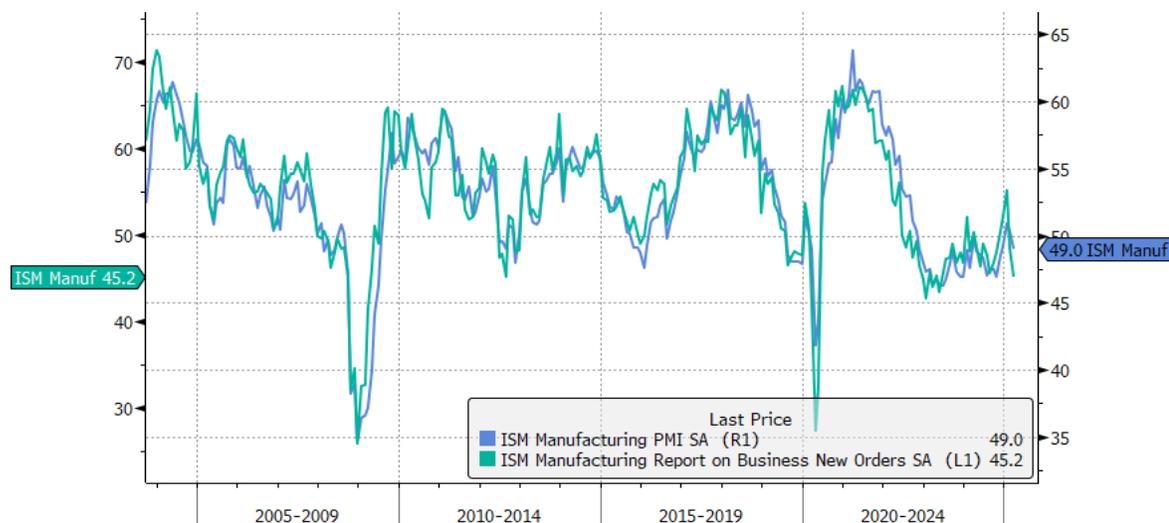
Resiliencia y oportunidades

- › Las compañías buscarán alternativas y soluciones para seguir expandiendo su negocio en el nuevo escenario global.
- › Como todos los cambios estructurales, surgirán ganadores y perdedores. La innovación y el valor añadido serán clave.
- › El comercio se redirige, no desaparece. Y los trabajadores y consumidores se ajustan.
- › La evidencia histórica demuestra la capacidad de adaptación a largo plazo, tras el impacto negativo a corto plazo.

EEUU

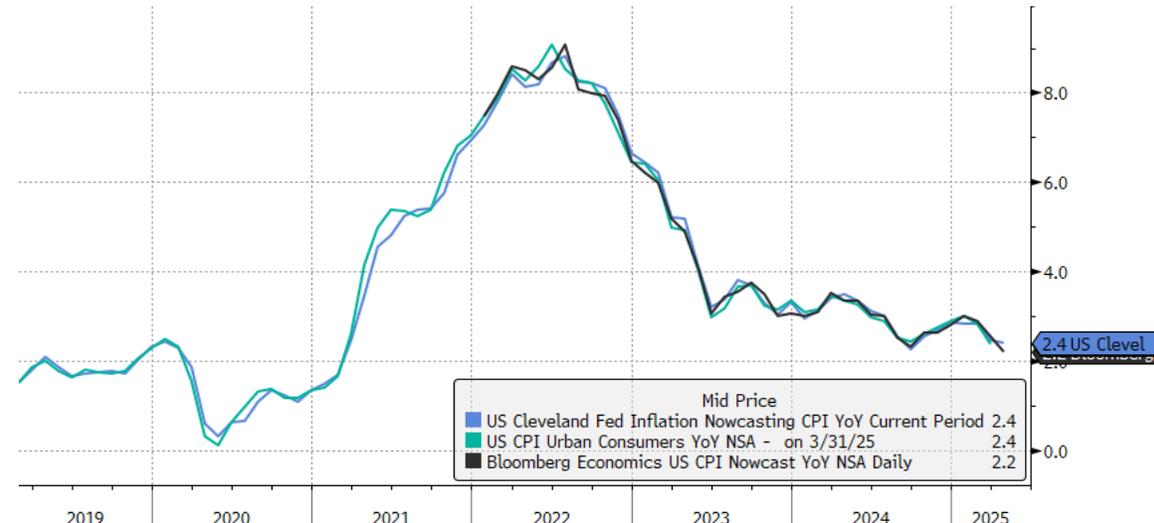
Primeros síntomas de deterioro en crecimiento

Encuesta ISM Manufacturas vs componente de nuevas órdenes



NAPHPMI Index (ISM Manufacturing PMI SA) ISM Manuf vs New Orders Monthly 18SEP2003-11APR2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 11-Apr-2025 13:06:32
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Indicador adelantado de IPC (Fed de Cleveland) vs IPC EEUU (%interanual)



CLEVPYIC Index (US Cleveland Fed Inflation Nowcasting CPI YoY Current Period) ClevelandFed CPI Nowcas Monthly 08FEB2019-11APR2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 11-Apr-2025 13:22:00
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › PIB del primer trimestre -0,3%, afectado por preabastecimiento de las compañías anticipando aranceles. Esperamos crecimiento del 1,4% en 2025
- › Indicador de nuevas órdenes del ISM de Manufacturas apuntando a niveles de fuerte deterioro económico para los próximos meses.
- › Se observa desaceleración previa a la implementación de los aranceles, destacando el enfriamiento del mercado laboral.

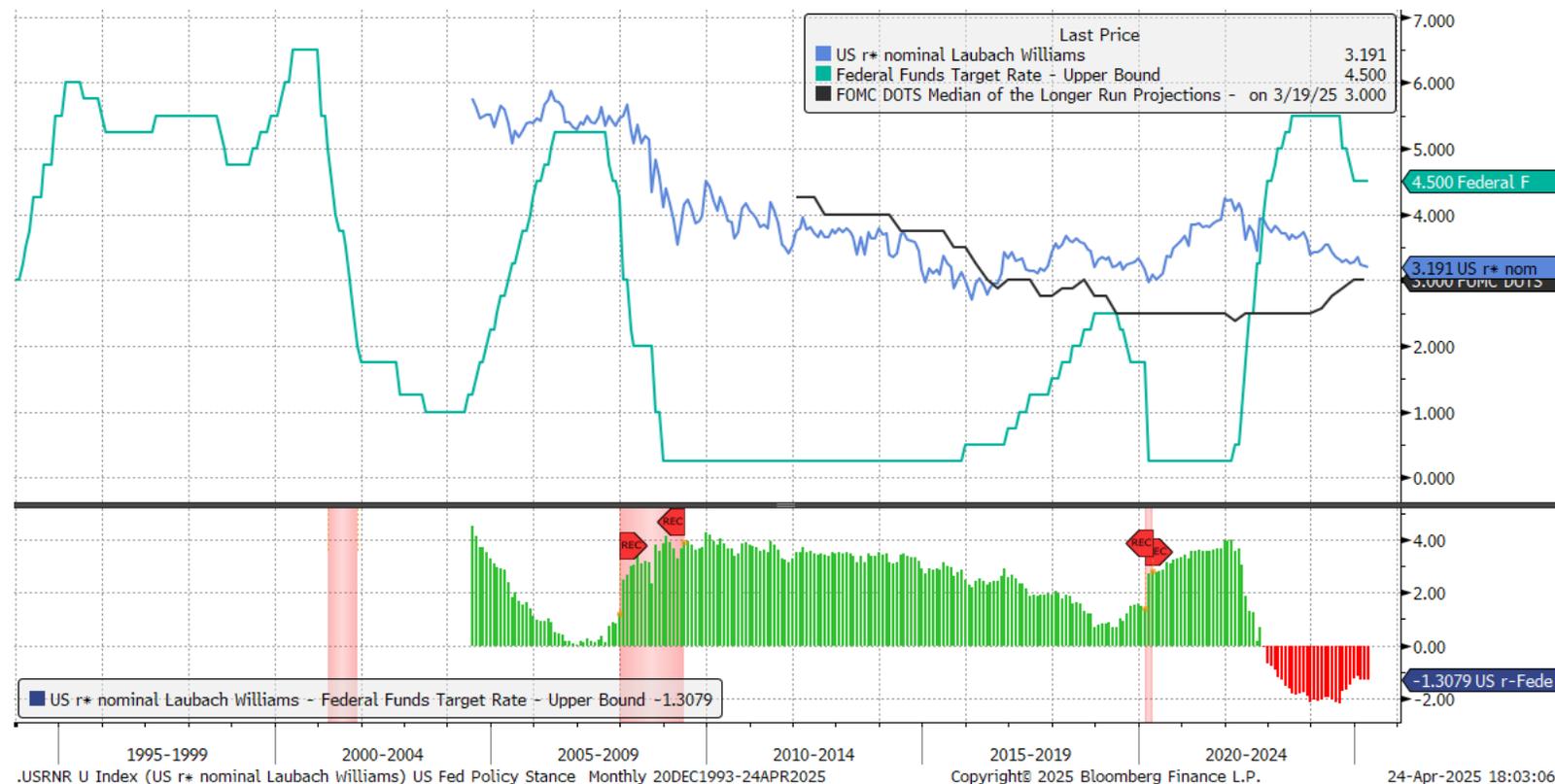
+ Inflación

- › Último dato de IPC desciende con componentes más persistentes cayendo con fuerza. Efecto aranceles impulsa IPC al 3,2% a finales de año.
- › No se observan impactos arancelarios por el momento y tampoco repentes en los indicadores adelantados.
- › Se mantienen elevadas las expectativas de inflación de consumidores tras la pausa anunciada con una inflación esperada a 1 año del 6,5%.

EEUU

La Fed priorizará el empleo sobre la inflación

Tipo de interés de la Reserva Federal vs. Estimación tipo de interés neutral



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

La nueva política arancelaria favorece un escenario de bajada de tipos

- › El doble mandato de la Fed la obligará a elegir: proteger el empleo o enfriar la inflación.
- › Inflación transitoria y fruto de un fenómeno no monetario.
- › Esperamos al menos 4 bajadas en 2025 para llevar los tipos al 3,5% en nuestro escenario central. Margen para bajadas adicionales en caso de recesión.

EEUU

Después de la tormenta llega la pausa

Aunque el nivel de incertidumbre sigue siendo extraordinario, los inversores mostraron cierto alivio el 9 de abril tras el anuncio del presidente Trump de una pausa de 90 días para negociar mejoras en las condiciones tarifarias. Esta tregua, sin embargo, no incluyó a China, con quien continuó la guerra arancelaria en los días posteriores, alcanzando niveles del 145% por parte de Estados Unidos y represalias del 125% por parte de China.

Las proyecciones de crecimiento muestran divergencias significativas debido a las diferentes metodologías empleadas por los bancos regionales de la Reserva Federal, especialmente en aquellos que incorporan el déficit comercial en sus estimaciones, lo que apunta a importantes contracciones para el primer trimestre. El indicador adelantado de nuevas órdenes del ISM de manufacturas apunta a una importante contracción del componente manufacturero en los próximos meses, situándose en el entorno de 45-47 puntos. Por su parte, aunque el ISM de servicios también desciende, aún sugiere crecimientos cercanos al 1%.

El dato negativo de PIB del primer trimestre (-0,3%) refleja el efecto del preabastecimiento de las compañías en marzo, anticipando los aranceles, lo que afectó negativamente a la balanza comercial. Además, comienzan a aparecer señales de enfriamiento del consumo, con una caída del consumo

personal desde el 4% al 1,8%. También se observa un debilitamiento previo al impacto directo de los aranceles, con indicadores como el aumento de impagos en tarjetas de crédito y un enfriamiento progresivo en el mercado laboral.

En cuanto a inflación, el último dato disponible muestra una caída en marzo hasta el 2,4%, reflejando en parte la desaceleración económica mencionada. Por ahora, no se observan impactos inflacionarios derivados de los aranceles, ni en los datos actuales ni en los indicadores adelantados. No obstante, las expectativas de los consumidores han aumentado con fuerza: la encuesta de la Universidad de Michigan sitúa la inflación esperada a un año en el 6,5%, y la de cinco años —que es la referencia clave para la Fed— en el 4,4%.

En el ámbito de la política monetaria, estimamos que el tipo neutral se sitúa en torno al 3%, lo que implicaría cuatro bajadas de tipos hasta finales de 2025. La Fed oscila entre un mensaje más moderado y la necesidad de gestionar unas expectativas de mercado que ya descuentan una desaceleración del crecimiento. Los datos de empleo serán clave, aunque la Reserva Federal aún dispone de margen suficiente para compensar el deterioro previsto hacia final de año con recortes de tipos hasta el 3,5%.

Europa

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

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimientos anémicos para el año sin motores que reactiven la economía en el 2025. Previsión del +0,8% para este año.
- › Paquete fiscal alemán como único catalizador de crecimiento a medio y largo plazo, sin noticias de la financiación del plan Rearme por el resto de los países de la UE.
- › El optimismo mostrado en el mes de marzo tras el anuncio del paquete fiscal se atenúa en el mes de abril con caídas en las encuestas de sentimiento.

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

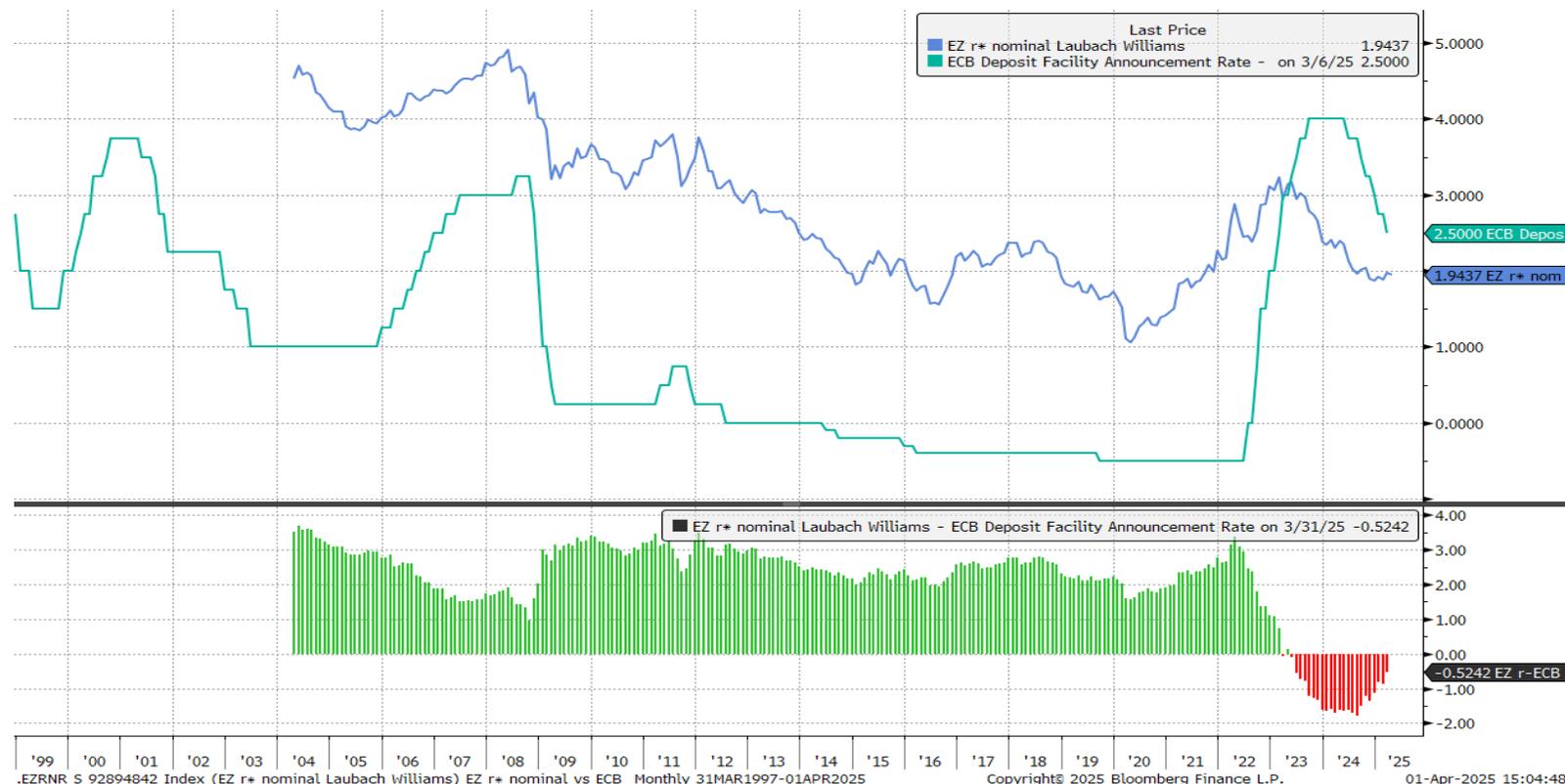
+ Inflación

- › Niveles de inflación en la Eurozona continúan senda bajista, IPC esperando que cierre el 2025 en 2,1%.
- › Tendencia en gran parte deflacionista para los próximos meses, derivada de las caídas en los precios del crudo, el fortalecimiento del Euro y las importaciones desde Asia.
- › Las presiones inflacionistas vienen por una posible escalada en la guerra arancelaria derivada de una falta de acuerdo con EEUU.

Europa

El BCE con la primera bajada como respuesta

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

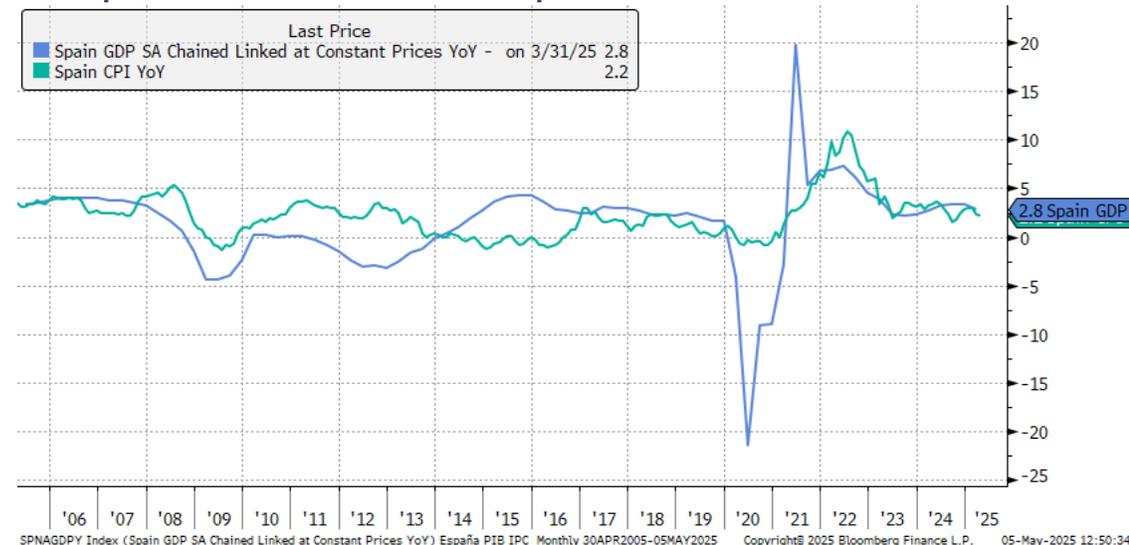
Primera bajada de tipos en abril con entorno favorable

- › El BCE se abstiene de dar una guía por el tipo neutral, flexibilizando sus decisiones futuras y haciéndolas data-dependientes.
- › El escenario de nulo crecimiento y entorno deflacionista facilita las decisiones del BCE por el momento.
- › Vemos dos bajadas adicionales hasta diciembre, con margen hasta el 1,75%.

Iberia

Menor exposición a aranceles, impacto contenido del apagón

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

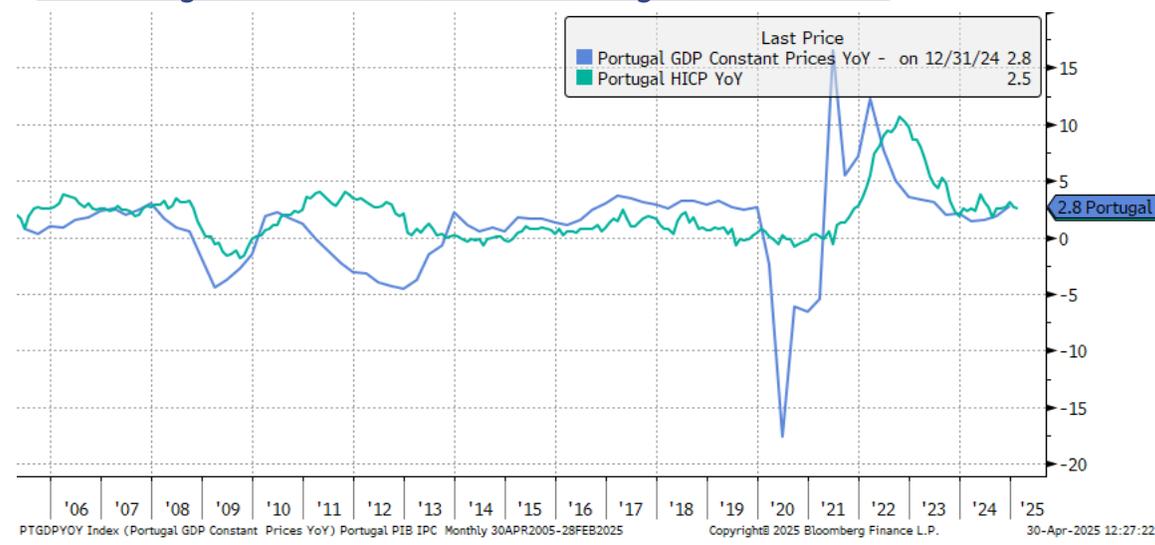


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ España

- Crecimiento esperado del 2,5% en 2025, a la espera de la imagen final de aranceles si bien la exposición a demanda EEUU es limitada.
- Impacto estimado del apagón entre el 0,1%-0,3% del PIB anual, sin impacto en el fuerte momentum de la economía.
- 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 2,3% en 2025, pendiente de revisar por aranceles.
- Impacto estimado del apagón de €270-600 Mll, no modifica la trayectoria de crecimiento para 2025.
- Inflación esperada del 2,0 % en 2025, ya alineada con el objetivo del Banco Central Europeo.

Europa

Sin movimientos al alza

Tras el optimismo generado por el anuncio del paquete fiscal alemán, la imposición de nuevos aranceles por parte de EE. UU. devolvía a Europa a la casilla de salida, manteniéndose un panorama similar al de los últimos trimestres: un estancamiento significativo en las perspectivas de crecimiento para 2025 y varios países sin motores claros que impulsen la actividad económica, como es el caso de Francia.

El paquete fiscal alemán continúa siendo el principal catalizador de crecimiento a medio y largo plazo. Sin embargo, el entusiasmo inicial mostrado por los inversores —reflejado en indicadores de sentimiento como el IFO y la encuesta ZEW— se moderó en abril, atenuando la euforia generada en marzo tras el anuncio de financiación por parte del canciller alemán. Además, se han registrado pocos avances en términos de financiación por parte del resto de países para el plan de Rearme de la UE, destinado a apoyar la inversión en defensa en los próximos años.

Los aranceles se mantienen en niveles del 10% tras la pausa anunciada, mientras inversores y empresas esperan posibles cambios por parte de la administración Trump en sectores clave como el aluminio, el cobre y el automotriz, actualmente gravados con un 25%. Una reducción en estos

aranceles tendría un impacto especialmente positivo para Alemania, cuyo PIB depende directamente en un 6% del sector automotriz y en un 12% de forma indirecta, siendo EE. UU. el principal destino de exportación de automóviles alemanes.

En cuanto a la inflación, se observa una tendencia deflacionista, derivada en gran parte de la caída del precio del crudo —en mínimos desde 2021—, así como del fortalecimiento del euro tras el anuncio de aranceles recíprocos. Además, el posible aumento del flujo de productos chinos hacia Europa, tras el cierre parcial del mercado estadounidense, podría añadir presión bajista sobre los precios. No obstante, una escalada en la guerra comercial o la falta de acuerdo entre ambas regiones podrían generar presiones inflacionistas. Por el momento, se espera que los precios mantengan su senda descendente en los próximos meses.

Este escenario de crecimiento prácticamente nulo, combinado con una inflación a la baja, respalda las decisiones de relajación monetaria por parte del BCE, que recortó los tipos en 25 puntos básicos el pasado 17 de abril. Se prevé que el ciclo de bajadas continúe hasta alcanzar el 1,75%, lo que implicaría dos recortes adicionales antes de finalizar el año.

Emergentes

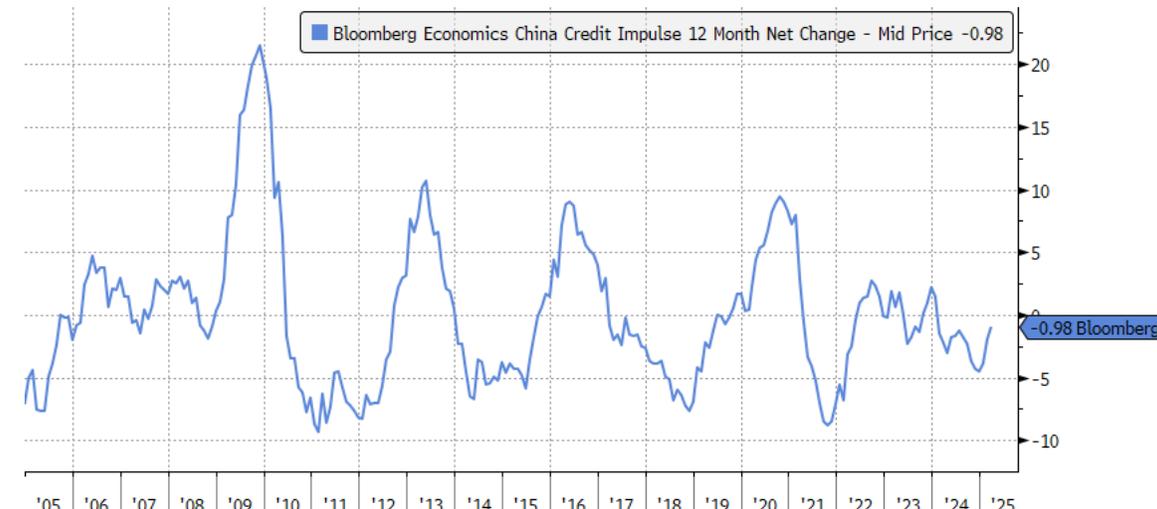
Pendientes de la respuesta de China

Nº barcos trayecto China- EEUU



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

China- Impulso de crédito



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. Desafíos internos en Brasil.

+ China

- › Crecimiento esperado del 4,3% en 2025, recortado tras la escalada arancelaria y lejos del objetivo del gobierno del 5%.
- › El gobierno anticipa medidas de estímulo, pero una rápida y efectiva implementación serán clave para evitar un mayor deterioro.
- › Inflación esperada del 0,4% en 2025 obliga a medidas fiscales y monetarias que impulsen la demanda interna.

Emergentes

Tareas pendientes

China continúa concentrando la atención entre las economías emergentes, con el foco puesto tanto en las primeras señales del impacto de los aranceles sobre su actividad económica como en la respuesta de las autoridades al "shock externo", tal como lo han definido. La reunión del Politburó celebrada en abril trazó las líneas generales de la respuesta, indicando que se están elaborando planes de emergencia. No obstante, el tono de calma y la falta de detalles vuelven a generar preocupación.

China cuenta con margen político y fiscal para proteger su economía, especialmente mediante estímulos fiscales. Sin embargo, cualquier retraso en la implementación de estas medidas podría deteriorar aún más la ya debilitada confianza de consumidores y empresas. Entre las decisiones destacadas, se confirmó la voluntad de continuar con el proceso de bajadas de tipos — incluyendo los tipos de financiación y el coeficiente de reservas mínimas—, así como la intención de situar el consumo interno como principal motor de crecimiento. Para ello, las actas reflejan esfuerzos por aumentar los ingresos de la clase media-baja y promover el consumo de servicios.

En India, el avance de las negociaciones comerciales con EE. UU., iniciadas antes del 2 de abril, apunta a un posible acuerdo hacia octubre de este año.

Este pacto permitiría a India ganar cuota de mercado frente a China y otros países asiáticos como Vietnam en el mercado estadounidense. La inflación se ha mantenido por debajo del objetivo del 4% del Banco de Reserva de la India por segundo mes consecutivo, lo que da margen para nuevas bajadas de tipos desde el actual 6%, tras el recorte de 25 puntos básicos en abril. Estas medidas, junto con la reducción del impuesto sobre la renta, deberían favorecer el sentimiento de consumidores y empresas.

En América Latina, Brasil se enfrenta a un escenario cercano a la estanflación, con una desaceleración del crecimiento hasta el 1,9% prevista para finales de 2025, mientras que la inflación se mantiene elevada en el 5,1%. La falta de disciplina fiscal está alimentando presiones inflacionistas, reforzadas por unas expectativas de precios al alza. Ante este panorama, se anticipan nuevas subidas de tipos por parte del banco central, en un intento por enfriar una economía que, pese a todo, mantiene una tasa de desempleo relativamente baja (6,8%).

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%.
2 bajadas en Europa hasta el 1,75%.

+ 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	3,3	2,7	2,8	5,7	3,7	3,5
Estados Unidos	2,8	1,4	1,5	3,0	3,2	2,9
Eurozona	0,9	0,8	1,2	2,4	2,1	1,9
Alemania	-0,2	0,1	1,2	2,5	2,2	2,0
España	3,2	2,5	2,3	2,9	2,4	2,0
Francia	1,2	0,5	1,0	2,3	1,1	1,7
Italia	0,7	0,5	0,8	1,1	2,0	1,7
Portugal	1,9	2,3	1,9	2,7	2,0	1,9
Reino Unido	1,1	0,9	1,2	2,5	3,0	2,3
Japón	0,1	1,0	0,7	2,7	2,7	1,8
Emergentes	4,8	4,0	4,0	6,7	3,4	2,8
Brasil	3,4	1,9	1,6	4,4	5,2	4,4
China	5,0	4,3	4,1	0,2	0,4	0,9
India	9,2	6,5	6,4	5,0	4,3	4,0

ABANCA House View

Asignación de activos

abanca.com

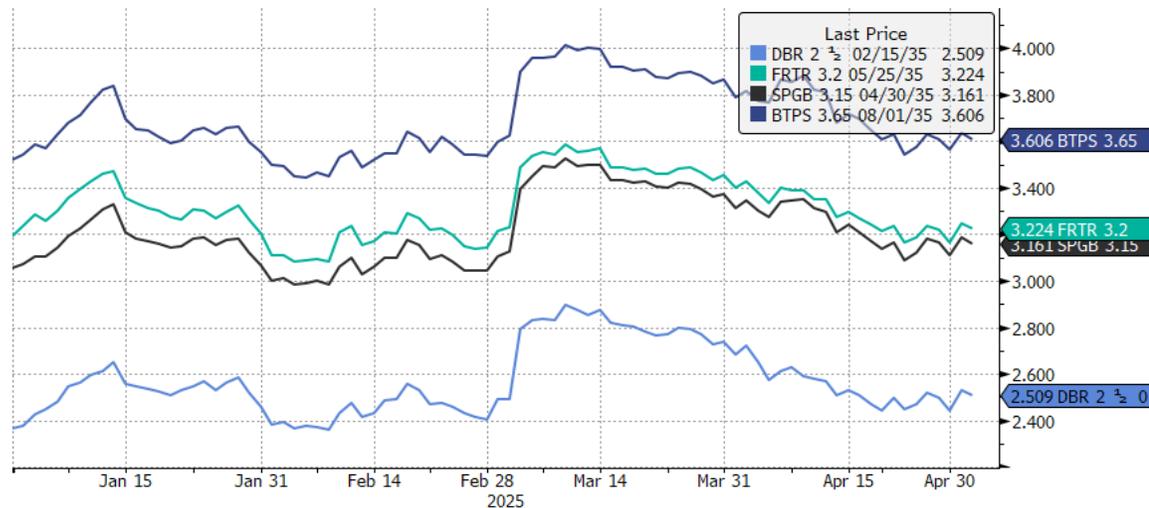
Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

//ABANCA

Renta Fija

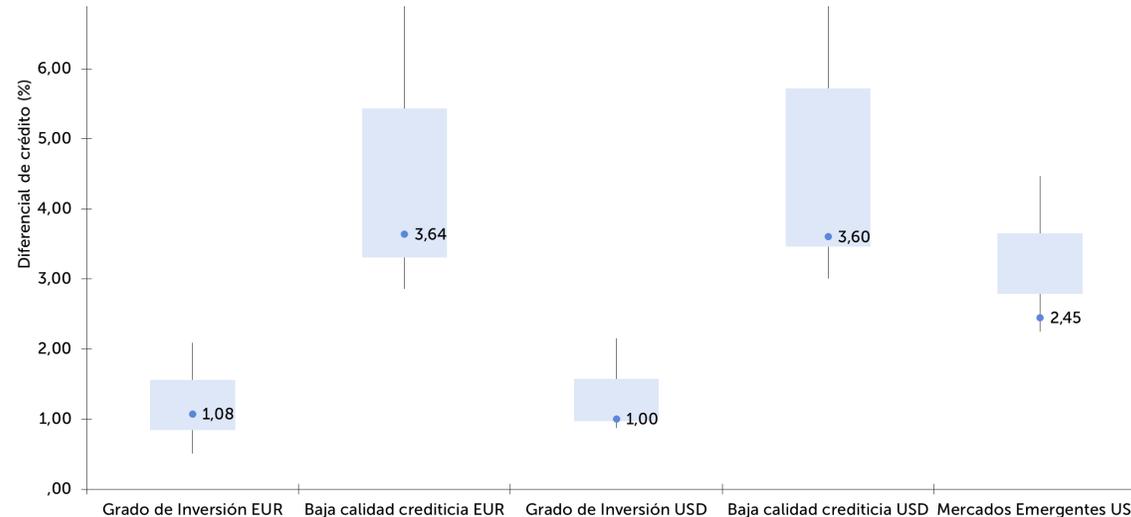
Neutralizamos duración con el movimiento de tipos

Evolución tipo de interés deuda pública europea 10 años



YS326771 Corp (DBR 2 1/2 02/15/35) Yields 10Y Govies Daily 31DEC2024-05MAY2025 Copyright © 2025 Bloomberg Finance L.P. 05-May-2025 13:10:49
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Percentil histórico de diferenciales de crédito



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Renta Fija

- › Bajamos la duración a Neutral, tras el buen comportamiento de los tipos desde el mes de marzo. Favorecemos la construcción de la misma con las curvas de gobierno, especialmente en la parte core europea (Francia y Alemania) y con tramos cortos en el caso de periferia y EEUU.
- › Neutral en IG (activos de alta calidad crediticia). Activo atractivo por retornos altos y calidad de las compañías, baja probabilidad de default.
- › Subimos HY USD (baja calidad crediticia) a Neutral y bajamos Deuda Emergente a Neutral-. Tras el buen comportamiento de los diferenciales de la deuda emergente y el repunte de los activos de baja calidad crediticia aprovechamos para tomar beneficios y aumentar el potencial de TIR y diferencial que ofrece el activo de HY USD.

Renta Fija

Bono alemán como activo refugio global

El mercado de renta fija no ha estado exento de volatilidad en el último mes, aunque ha cumplido con su función defensiva, aportando estabilidad a las carteras en los momentos de mayor tensión. En este contexto, decidimos reducir el posicionamiento en duración hasta un nivel neutral, en línea con el buen comportamiento de los tipos de interés desde marzo, cuando el fuerte repunte de rentabilidades en Europa nos permitió incrementar la exposición.

Destaca especialmente la evolución de la curva alemana, que ha actuado como activo refugio global. El Bund registró una caída de rentabilidad de 24 puntos básicos en abril, reflejando la búsqueda de seguridad por parte de los inversores. Mantenemos una visión positiva sobre la deuda *core* europea, especialmente en los tramos de 7 años en Francia y 5 años en Alemania. En la periferia europea, preferimos mantenernos en los tramos cortos, dadas las crecientes necesidades de financiación asociadas a los nuevos planes fiscales —como el plan de Rearme— y la limitada prima de rentabilidad que ofrecen los tramos intermedios. En EE. UU., favorecemos la parte corta de la curva (2 años), donde el perfil riesgo-retorno sigue siendo atractivo en un entorno marcado por una elevada incertidumbre política y comercial.

En crédito, los diferenciales se han ampliado tras el aumento de tensiones

arancelarias, aunque se mantienen en línea con sus medias históricas. Mantenemos una posición neutral en Investment Grade, un segmento que destaca por la calidad crediticia de las compañías emisoras y su resiliencia durante episodios de volatilidad.

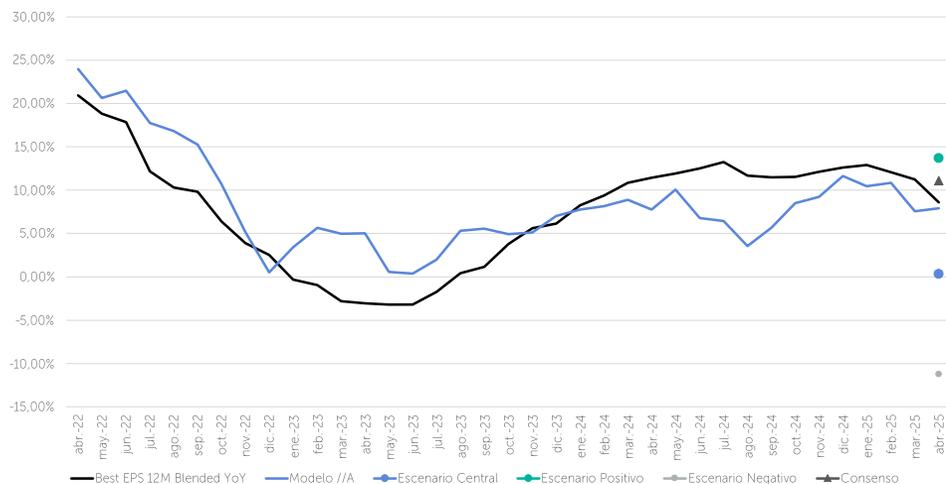
En el segmento de crédito de baja calidad en USD, identificamos un punto de entrada más atractivo tras la reciente ampliación de diferenciales, que situó el activo por encima de los 450 puntos básicos. Este activo, que ha cotizado en niveles históricamente bajos durante más de un año, ofrece ahora un colchón suficiente para absorber un posible repunte en la tasa de impagos. Por ello, elevamos nuestra exposición a un nivel neutral. Por el contrario, reducimos la exposición a deuda emergente a Neutral-, tras un comportamiento especialmente positivo en los últimos meses. El estrechamiento de diferenciales nos brinda una oportunidad para recoger beneficios, tras haber mantenido una posición neutral que ha contribuido positivamente a la rentabilidad y diversificación de las carteras.

Con este conjunto de movimientos, reorientamos la exposición dentro del crédito hacia segmentos con mayor potencial en términos de rentabilidad y valoración relativa, manteniendo una estructura de riesgo equilibrada.

Renta Variable

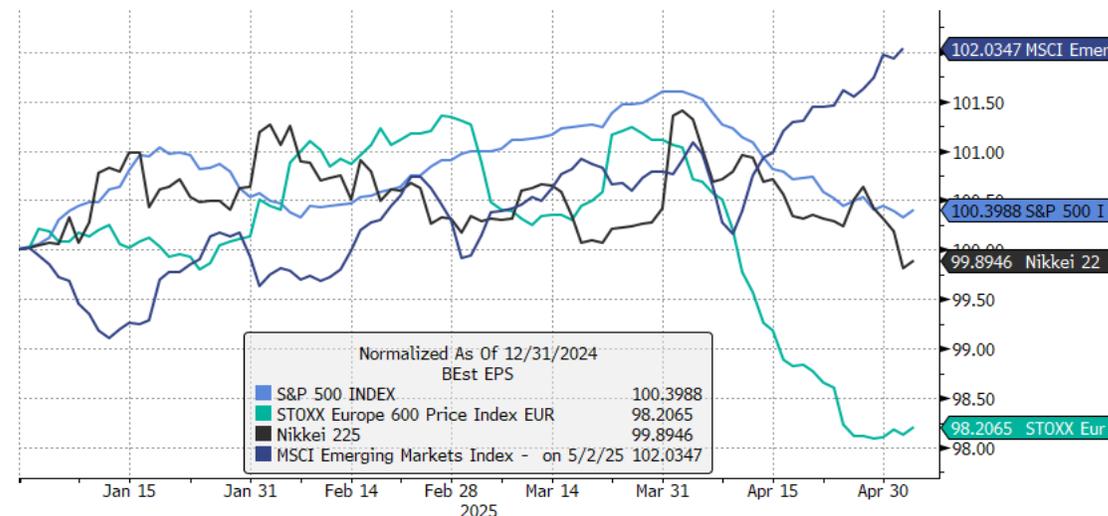
Oportunidades en la selección y gestión activa

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Expectativas de beneficios por acción principales mercados (Base 100)



SPX Index (S&P 500 INDEX) CicloGL- EPS 12M Fwd Daily 31DEC2024-05MAY2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

05-May-2025 13:43:17

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Renta Variable

- › Neutral en el activo con foco en las compañías de calidad, generadoras de caja con negocios estables y pago recurrente de dividendos alejadas de valoraciones excesivas difíciles de justificar. El entorno actual es favorable para la gestión activa en renta variable.
- › La falta de confianza empresarial y las barreras comerciales afectarán a los beneficios de las compañías, sin embargo, tendrán capacidad de adaptarse las más competitivas. El poder de fijación de precios será clave en el nuevo escenario comercial.
- › Estimamos crecimiento plano de los beneficios en el escenario central. En un escenario de recesión veríamos caídas de doble dígito en beneficios (-12%). Los múltiplos continúan elevados en algunos segmentos tras el rebote desde las caídas.

Renta Variable

Decisiones estratégicas a la espera de los titulares

Abril fue un mes marcado por una elevada volatilidad en los mercados, alcanzando niveles no vistos desde 2020. El índice VIX superó los 45 puntos en su máximo, reflejo de un entorno dominado por titulares contradictorios y una dirección incierta en la política económica de EE. UU. Esta inestabilidad se tradujo en movimientos de mercado abruptos: tras el anuncio de aranceles recíprocos el 2 de abril, el S&P 500 cayó un -12,6 % en solo dos sesiones, para luego repuntar un 9,5 % en una sola jornada tras el anuncio de una pausa de 90 días apenas una semana después.

Este vaivén no solo ha afectado al comportamiento del mercado, sino también a la toma de decisiones de empresas y consumidores. La incertidumbre regulatoria y geopolítica está lastrando la confianza empresarial, como muestran distintas encuestas de sentimiento, y ha generado una caída generalizada en las expectativas de inversión (CAPEX). En sectores donde las decisiones estratégicas impactan horizontes de 7 a 10 años, la falta de visibilidad se traduce en parálisis.

Cabe destacar que alrededor del 40 % de las importaciones de EE. UU. desde China corresponden a bienes intermedios, lo que implica un encarecimiento directo de los costes de producción. La clave será observar si las empresas logran trasladar esos mayores costes al consumidor final o si, por el contrario,

sus márgenes se verán significativamente presionados. En este contexto, resulta fundamental favorecer compañías de alta calidad, con poder de fijación de precios y balances sólidos que les otorguen flexibilidad operativa.

Mantenemos una posición neutral en renta variable. Creemos que la combinación de desconfianza empresarial y barreras comerciales creará un entorno complejo para muchas compañías, con beneficios empresariales que, en el mejor de los casos, se mantendrán planos en el escenario base de este año. No obstante, confiamos en la capacidad de adaptación de los modelos de negocio más sólidos y en las oportunidades que surgen de las marcadas divergencias de valoración observadas en distintos segmentos del mercado.

En consecuencia, mantenemos nuestro enfoque de largo plazo, evitando reacciones precipitadas en uno u otro sentido, y concentrando nuestras posiciones en compañías de alta calidad: negocios estables, generadores consistentes de caja y con políticas claras y sostenibles de retribución al accionista, vía dividendos recurrentes. Este tipo de compañías, alejadas de los múltiplos exigentes que aún mantienen muchas firmas de alto crecimiento, presentan valoraciones más atractivas, lo que abre oportunidades para construir exposición de forma progresiva.

FX

La hegemonía del USD está en duda

% USD sobre el total de reservas de divisas globales



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Una tendencia estructural

- › La importancia del USD como divisa de reserva ha venido disminuyendo desde comienzos de siglo (2000: 72% -> 2024: 57%)
- › Esta erosión gradual continuará en los próximos años. El dólar continúa beneficiándose de un poderoso efecto red.
- › Dada la fragmentación geopolítica y la falta de una alternativa vemos una transición hacia un modelo plural con 3 bloques (USD, EUR y CNY).
- › La historia nos enseña que las divisas de reserva caen cuando el peso económico, la sostenibilidad fiscal y la credibilidad institucional se deterioran al mismo tiempo.

FX Buscando diversificación

Tipo de cambio real efectivo (Desviaciones típicas)



Fuente: ABANCA, Bloomberg.

La volatilidad que ha caracterizado los mercados durante abril también se ha trasladado al mercado de divisas, con el dólar estadounidense como principal protagonista. A lo largo del mes, el USD ha registrado una significativa depreciación en momentos de incertidumbre, superando niveles de 1,15 EUR/USD. Este comportamiento resulta, en apariencia, paradójico, ya que la imposición de aranceles suele generar presión apreciativa sobre la moneda. No obstante, interpretamos este movimiento como reflejo de una salida de capitales motivada por la creciente desconfianza en la política económica de EE. UU. y en la dirección de su liderazgo macroeconómico.

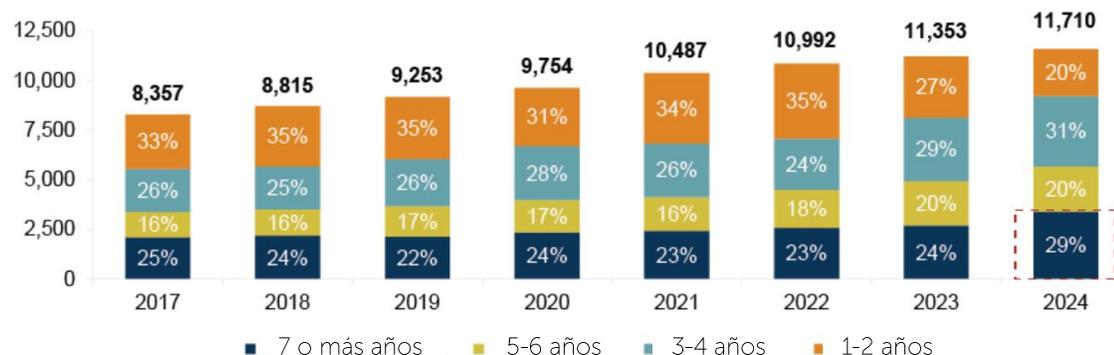
Pese a ello, mantenemos una posición neutral en el dólar. Consideramos que la pérdida de confianza en el USD como activo refugio será un proceso gradual, y que su estatus como divisa de reserva global —respaldado por su efecto red— continuará otorgándole un papel relevante en las carteras a medio y largo plazo. En este entorno, estimamos un rango de fluctuación más amplio para el EUR/USD, entre 1,10 y 1,15.

En paralelo, hemos incrementado nuestra exposición al Yen japonés con el objetivo de diversificar y reforzar la estabilidad de las carteras. El yen sigue ofreciendo una cobertura natural frente a episodios de corrección, aportando descorrelación en contextos de tensión. Además, aprovechamos el potencial punto de inflexión en la política monetaria del Banco de Japón, tras años de tipos negativos y control de la curva, lo que podría actuar como catalizador adicional para su apreciación.

Alternativos

Fuente de diversificación, siempre con análisis previo

Número de compañías y tiempo en las carteras de Capital Privado



Fuente: Pitchbook.

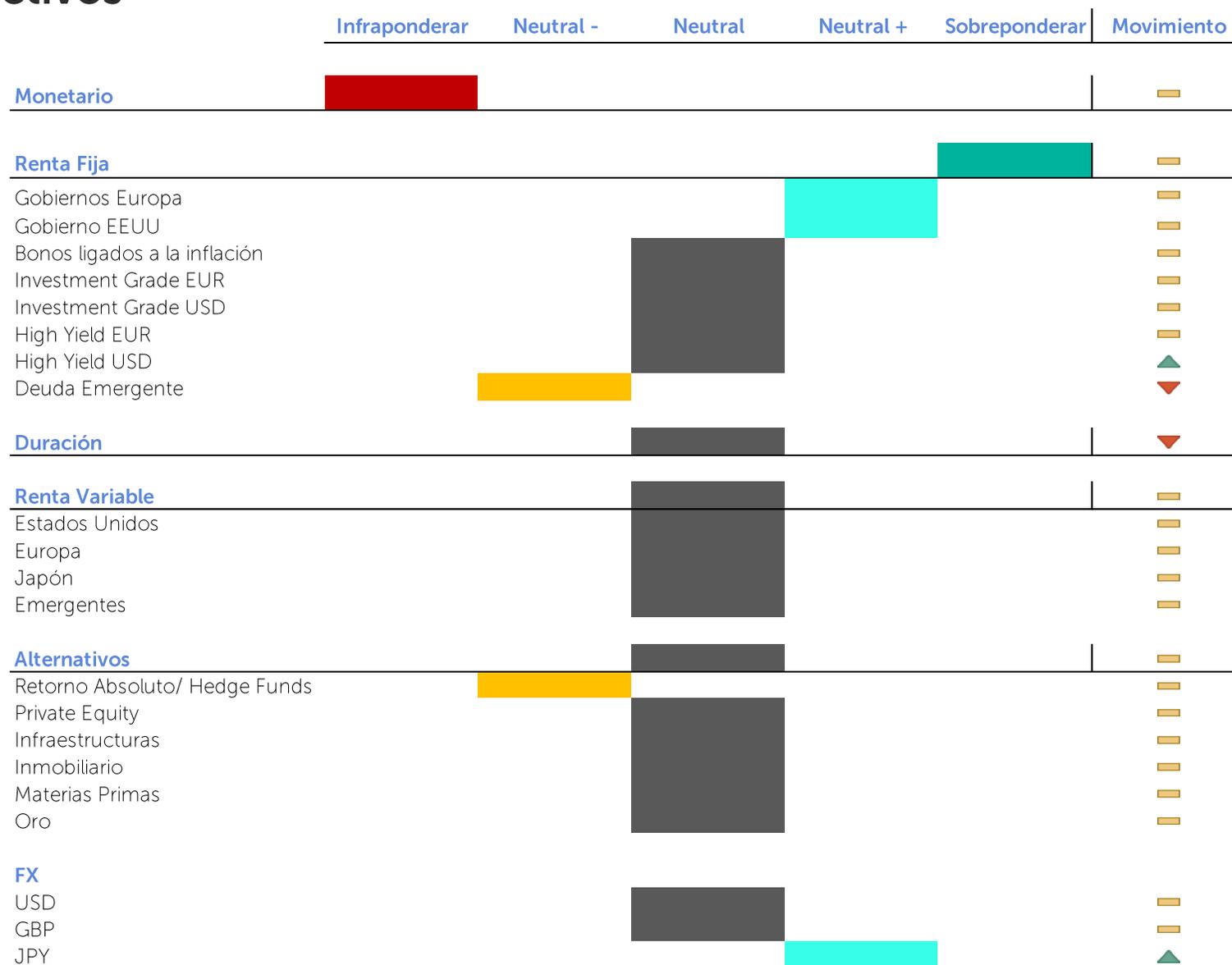
El mercado de capital privado continúa mostrando una actividad contenida a pesar de las expectativas de recuperación en 2025. El entorno de tipos elevados y la persistente incertidumbre macroeconómica han dificultado tanto las adquisiciones como las salidas a bolsa, forzando a los fondos a mantener en cartera sus compañías durante periodos más prolongados. Esta situación ha generado una escasez de nuevas operaciones.

El fuerte repunte de los tipos de interés los últimos años ha supuesto un cambio estructural para la industria, puesto que el bajo coste de financiación que encontraron los vendedores hace años es muy diferente a la que se encuentran los compradores actuales. De esta forma, se paralizan muchas transacciones y se ha provocado un incremento significativo en los plazos de desinversión: en 2024, casi un 30% de las compañías en cartera llevan más de siete años bajo gestión.

Creemos por tanto que se hace esencial la selección de una gestión adecuada. La clave está en un análisis fundamental riguroso que identifique compañías con ventajas competitivas reales, modelos de negocio sólidos y capacidad de generación de valor. Bajo esta premisa, capital privado puede seguir siendo una fuente relevante de rentabilidad que aporte diversificación a las carteras.

Por su parte, el oro, registra otro mes en positivo, en un entorno en el que la búsqueda de activos refugio hace que acumule cerca de un 22% en el año. La fuerte sobre compra hacía que tuviera una corrección superior al 5% desde máximos en las últimas jornadas. Apoyamos el papel diversificador del oro en las carteras, aunque nos mantenemos alejados de la compra de activos en momentos de euforia.

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.

