

Junio 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.

Navegando la incertidumbre persistente

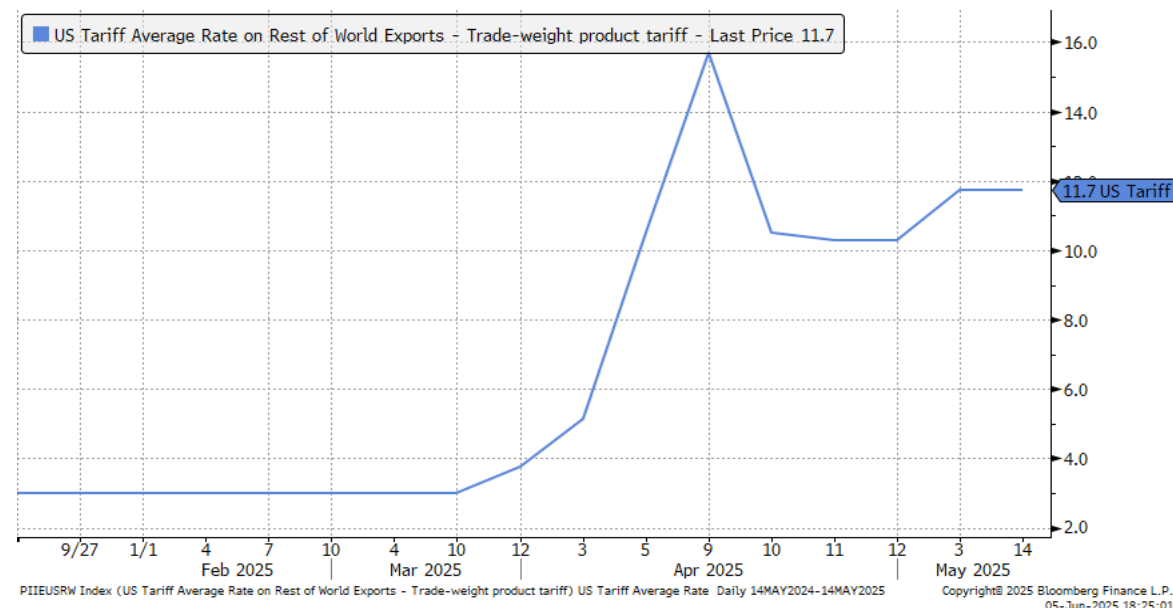
La tregua en las tarifas ha permitido cierto alivio en las previsiones para los próximos meses, reduciendo las probabilidades de una recesión a nivel global hasta el 30%. El punto de situación actual nos hace ganar mayor convicción sobre nuestro escenario central, uno de menor crecimiento y mayor inflación en los próximos 12 meses, si bien evitaríamos el escenario negativo que parecía inevitable tras los anuncios del "Liberation Day".

La incertidumbre se mantendrá en los niveles actuales, emanando principalmente de una Administración estadounidense con una volátil política económica y exterior. El nivel de aranceles actual sigue siendo elevado, y nuestro escenario central nos lleva a una tasa arancelaria media en EEUU en el entorno del 10-15%, muy por encima del 2,4% que teníamos en diciembre de 2024. Las tensiones comerciales subyacentes y la competencia estratégica entre China y EEUU continúan siendo un factor determinante. La fragmentación o reorganización de estos flujos comerciales no es un evento transitorio, sino una posible reconfiguración secular con implicaciones duraderas.

En el plano fiscal, el mercado comienza a prestar cada vez más atención a la sostenibilidad de los elevados volúmenes de deuda pública a nivel global. Los déficits fiscales persistentes siguen sin atajarse, lo cual, unido a un escenario de inflación global más elevada por las fricciones comerciales; está llevando a los inversores a demandar mayor prima por plazo en las curvas soberanas; generando efectos de segundo orden en el resto de activos.

Desde nuestra perspectiva, centrada inquebrantablemente en la preservación rentable del patrimonio y la búsqueda de retornos ajustados al riesgo a largo plazo, este entorno no modifica nuestros principios fundamentales, pero sí agudiza nuestro enfoque. La complacencia es, como siempre, el enemigo. La disciplina para evitar las modas pasajeras, la humildad para reconocer lo que no sabemos y la diligencia para identificar oportunidades donde el mercado pueda estar percibiendo el riesgo de manera incorrecta, son más cruciales que nunca.

Tarifa arancelaria media- EEUU



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 política.
- › Desequilibrio presupuestario.
- › Solidez estructural del consumo.



+ Emergentes

- › Impacto de aranceles sobre China.
- › India busca su oportunidad.
- › Acuerdos bilaterales.

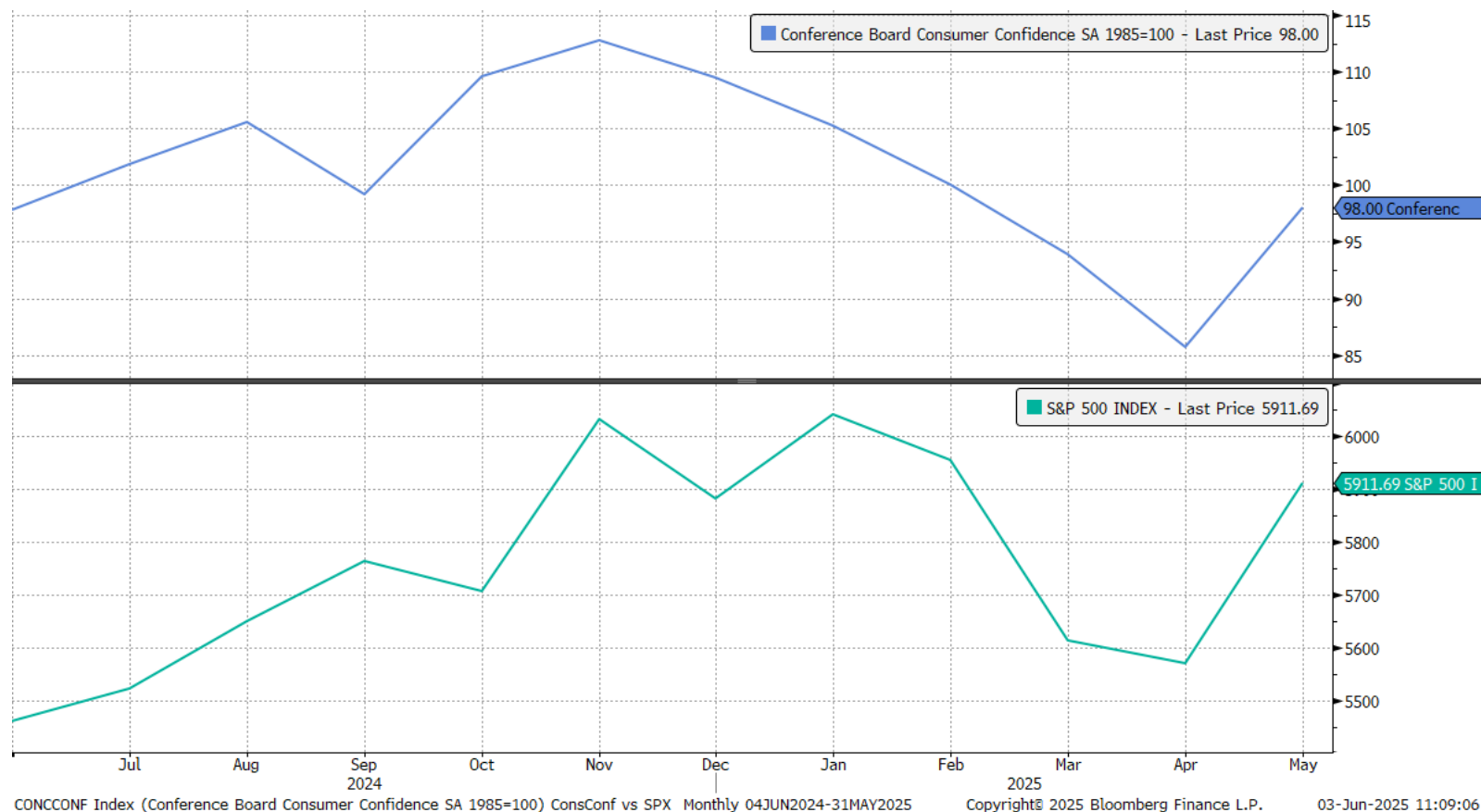
+ Europa

- › Recuperación postpuesta.
- › Reajuste comercial.
- › Financiación ReArm.

Guerra comercial

Sentimiento y mercados, al ritmo de los aranceles

Índice de confianza del consumidor (Conference Board) y S&P 500



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

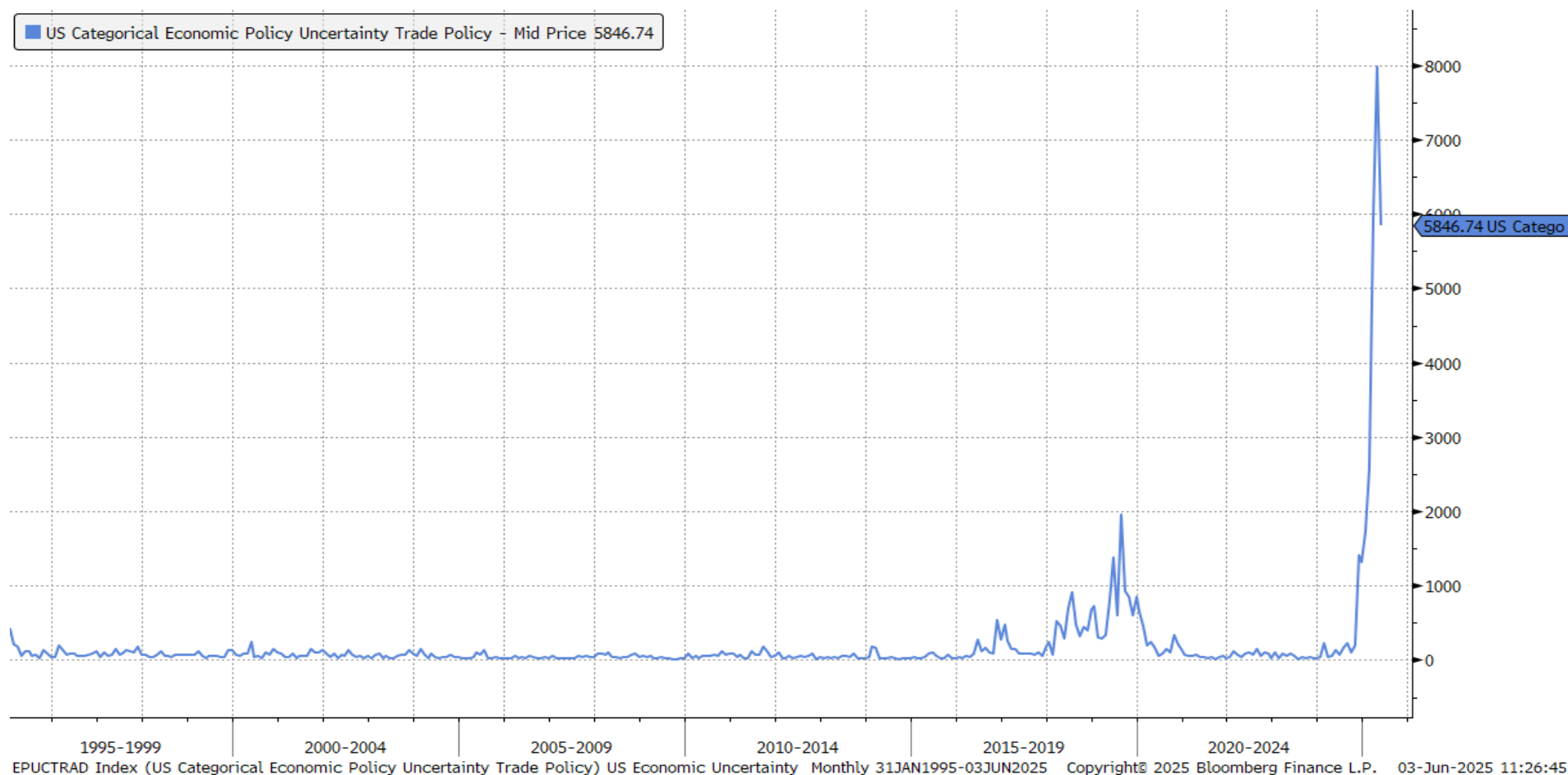
Volatilidad macro fruto de la guerra arancelaria

- › La confianza del consumidor en EEUU recuperaba con fuerza en mayo tras la tregua arancelaria con China.
- › A su vez, la mejora del sentimiento de los inversores se reflejaba en la recuperación de la bolsa americana.
- › Las idas y venidas en la política comercial acentúan la volatilidad de los datos y dificultan la visibilidad a medio y largo plazo.

Guerra comercial

La política económica ha pasado de estabilizador a disruptor

Índice de incertidumbre de política comercial (EEUU)

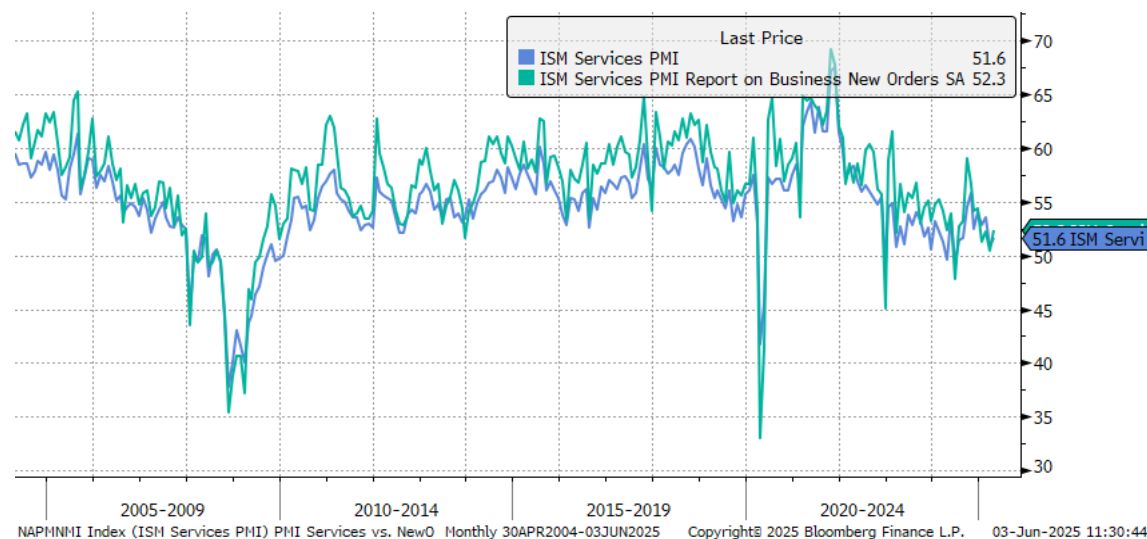


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

EEUU

Resiliencia y desafíos fiscales

Encuesta ISM Servicios vs componente de nuevas órdenes

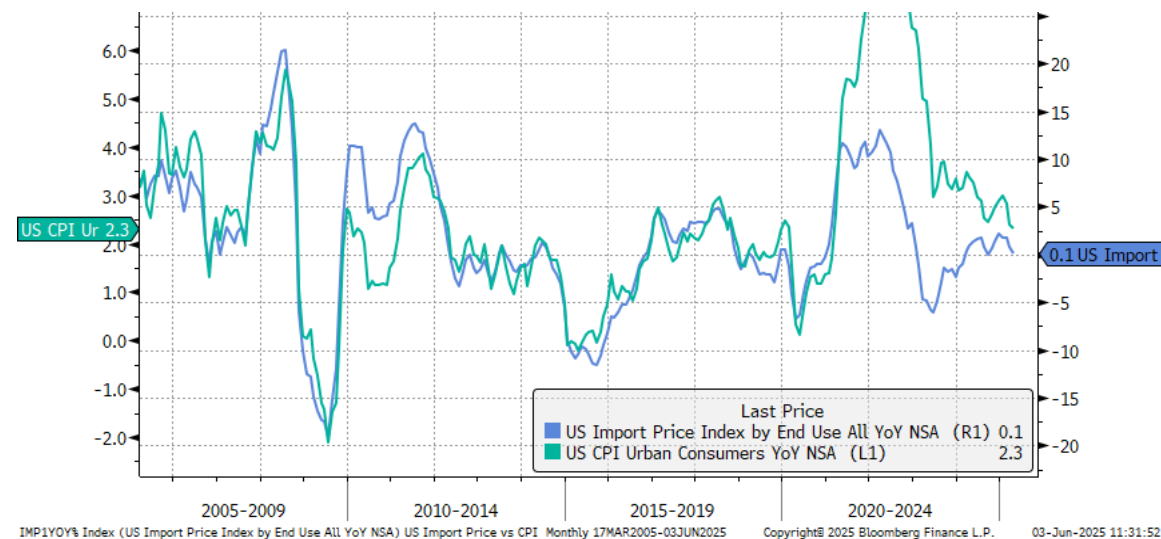


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento se mantiene sólido, apuntando a una recuperación en el 2T25 hacia niveles previos al "Liberation Day". Estimación de crecimiento del 1,4% en 2025.
- › Los datos de consumo se mantienen firmes a pesar del sentimiento negativo, apoyados por un mercado de empleo sólido.
- › La incertidumbre está frenando las decisiones de CAPEX, generando un menor crecimiento potencial a largo plazo.

Precios de importación vs IPC (EEUU)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

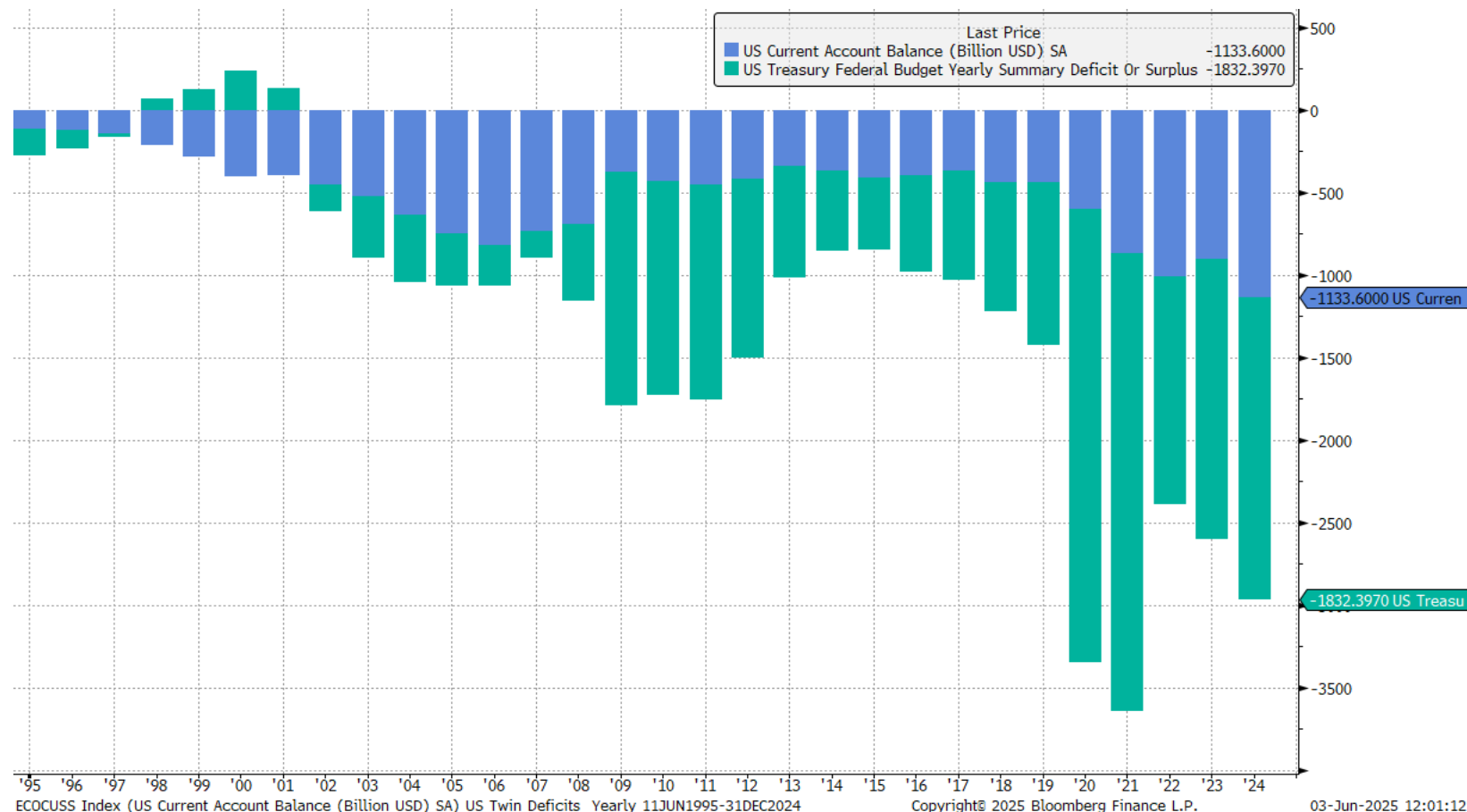
+ Inflación

- › Los aranceles cambiantes dificultan la estimación de inflación. Esperamos un 3,2% a finales de 2025.
- › Por el momento los inventarios han permitido absorber los nuevos aranceles, si bien esperamos las primeras presiones en precios a partir de junio.
- › Las expectativas de inflación de los consumidores siguen elevadas frente a la inflación transitoria que descuenta el mercado.

EEUU

Déficits gemelos: un privilegio en peligro

Déficit fiscal Tesoro EEUU & Balanza por cuenta corriente



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Desequilibrio crónico y excepcionalismo

- › El déficit fiscal se ha consolidado en niveles históricamente elevados. Además de un mayor gasto general, se suma un mayor coste de intereses por la subida de tipos.
- › El déficit por cuenta corriente es la otra cara de la misma moneda, reflejando la necesidad de financiación exterior del país.
- › Ambos déficits se apoyan en el privilegio del USD como divisa de reserva mundial. Una pérdida de confianza haría insostenible la situación actual.

EEUU

"One Big, Beautiful Bill" en detalle



+ Aspectos destacados

- › Extensión y expansión de recortes impositivos de 2017.
- › Incremento de los créditos tributarios por hijo.
- › Nueva deducción para propinas y horas extra.
- › Aumento del límite a la deducción estatal y local (SALT).
- › Cuenta MAGA (Money Accounts for Growth & Advancement)
- › Impuesto del 5% a las remesas.
- › Gravamen a los endowments (dotaciones) de universidades privadas.
- › Facultad del Tesoro para revocar exenciones fiscales.
- › Eliminación de incentivos a la energía verde incluidos en la IRA (Inflation Reduction Act).



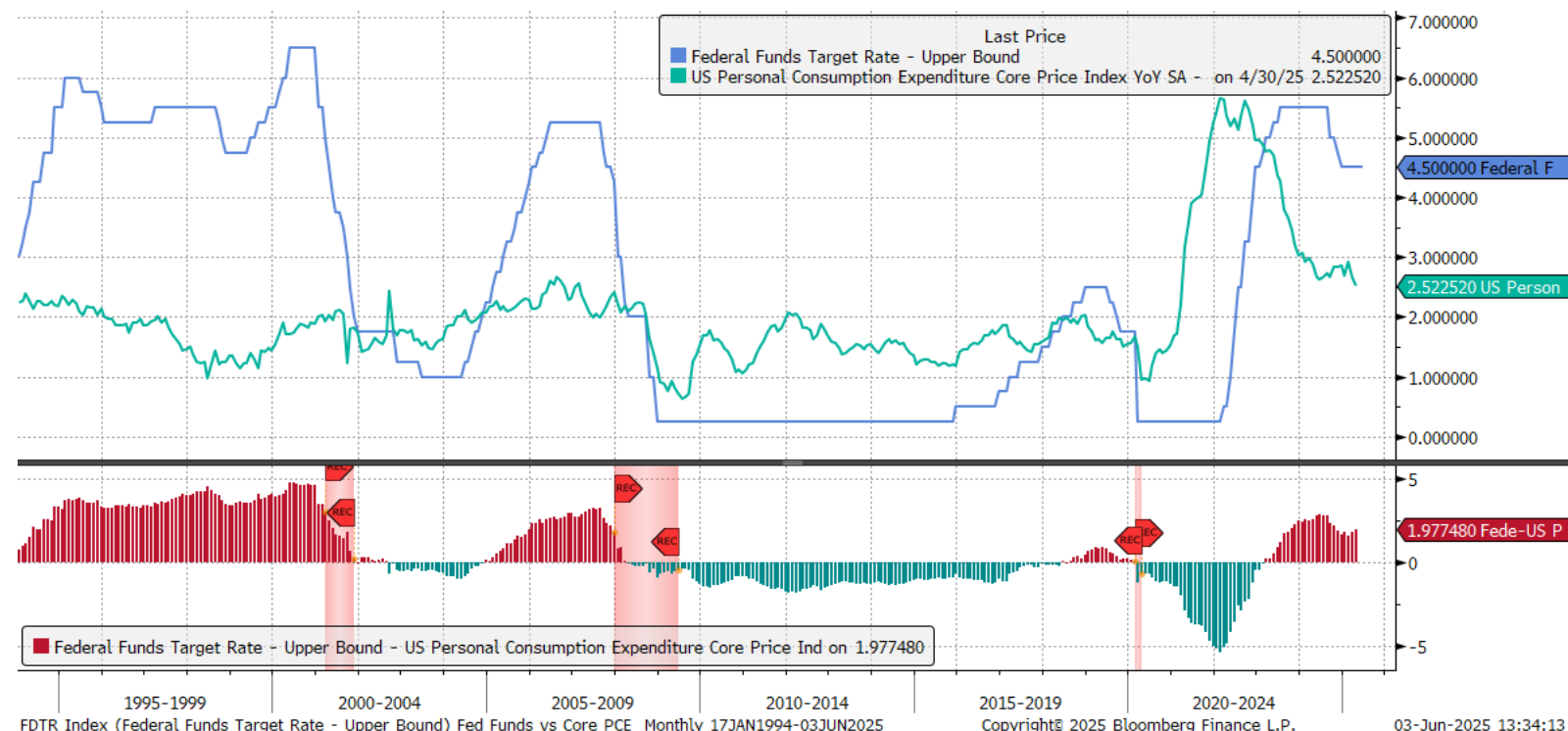
+ Implicaciones

- › Aumento del déficit fiscal a corto y medio plazo.
- › Presión sobre el mercado de bonos y la calificación crediticia.
- › Reducción contingente del gasto en programas sociales como Medicaid y programas de asistencia.
- › Ingresos adicionales marginales por las nuevas medidas.
- › Incremento de la deuda pública y vigencia del techo de deuda.
- › Efecto multiplicador en el crecimiento vs riesgo inflacionario.
- › "Revenge Tax" (impuesto de venganza) sobre los tenedores extranjeros de deuda

EEUU

La Fed no tiene prisa por el momento

Tipo de interés Reserva Federal vs Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal Subyacente



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Rebajamos la expectativa de bajadas en EEUU

- › La retirada parcial de los aranceles limita el daño al crecimiento en EEUU. El impacto en inflación será el protagonista en los próximos meses.
- › Con inflación esperada por encima del 3% y desempleo contenido, la Fed no tiene motivos para bajadas de tipos agresivas.
- › Esperamos ahora 2 bajadas de tipos en 2025, siendo la primera bajada en septiembre.

EEUU

Entre treguas y amenazas

Parece que el incesante flujo de noticias y titulares de la Casa Blanca ejerce una influencia directa en el sentir de consumidores e inversores, quienes siguen de cerca las negociaciones y amenazas diarias. Recientemente, el tono positivo en las conversaciones entre China y Estados Unidos, con un aparente acuerdo temporal, ha logrado revertir la percepción del mercado sobre la economía estadounidense y global para el año en curso.

Sin duda, la reducción de aranceles del 145% al 30% para China y del 125% al 10% en sentido contrario, representa un acuerdo favorable, siempre y cuando se mantenga.

Los Nowcast respaldan este optimismo, con datos económicos actuales que anticipan crecimientos entre el 2% y el 2.5%. Sin embargo, el ISM de manufacturas sigue mostrando deterioro. Este sector no logra recuperarse, enfrentando caídas en la demanda y presión en los plazos de entrega. A pesar de esto, el giro en el sentimiento de las encuestas de las Fed regionales es mayoritariamente positivo en casi todos los componentes. Las excepciones son aquellos que implican decisiones a más largo plazo, como el CAPEX, donde se observa cierta cautela a la espera de mayor visibilidad sobre la guerra arancelaria y la política de la Administración estadounidense. El mercado laboral mantiene una sólida resiliencia, reflejada en la encuesta de empleo JOLTS, que

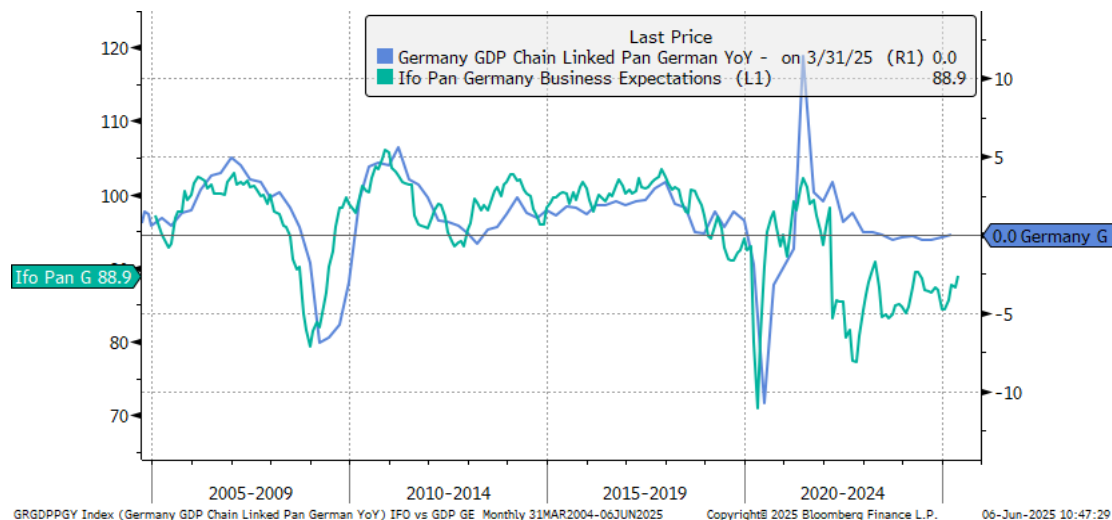
muestra un repunte en las ofertas de trabajo. Esto nos mantiene, por ahora, en un escenario de crecimiento moderado, aunque por debajo de su potencial, debido a la constante inestabilidad y la alta incertidumbre derivada de la guerra comercial.

Otro foco importante para los inversores es la política fiscal. El proyecto de ley que Trump ha denominado "Big Beautiful Bill", y que aumentaría el déficit en \$3.8 billones de dólares para 2034, ya fue aprobado en la Cámara de Representantes. Ahora espera su aprobación en el Senado, donde se prevén ajustes por parte de los republicanos. Esto ha tenido un impacto significativo en las curvas de rendimiento de la deuda pública y, una vez más, en la confianza en el sistema y la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

En cuanto a la inflación, los últimos datos de abril muestran nuevas caídas tanto en el IPC como en el PCE. Por el momento, los aranceles no se han reflejado en los precios. Creemos que la mayor resiliencia en el mercado laboral, unida a una expectativa de mayor inflación por parte de los consumidores (6.7% para el próximo año, según la Universidad de Michigan), hará que la Reserva Federal se concentre en su mandato de contener los precios en los próximos meses. Por lo tanto, esperamos dos bajadas de tipos de interés hasta el 4% para finales de este año.

Europa

Crecimiento débil e inflación bajo control

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


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del +0,8% para el conjunto de la Eurozona en el año. Indicadores de actividad estancados con pocos catalizadores.
- › A la espera de detalles sobre planes fiscales de países europeos más allá del plan fiscal alemán, que se mantiene como el catalizador de crecimiento a partir del año 2026.
- › Repunte en encuestas de sentimiento tras avances en las negociaciones entre China y EEUU. Pocos avances en las negociaciones con Europa.

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


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

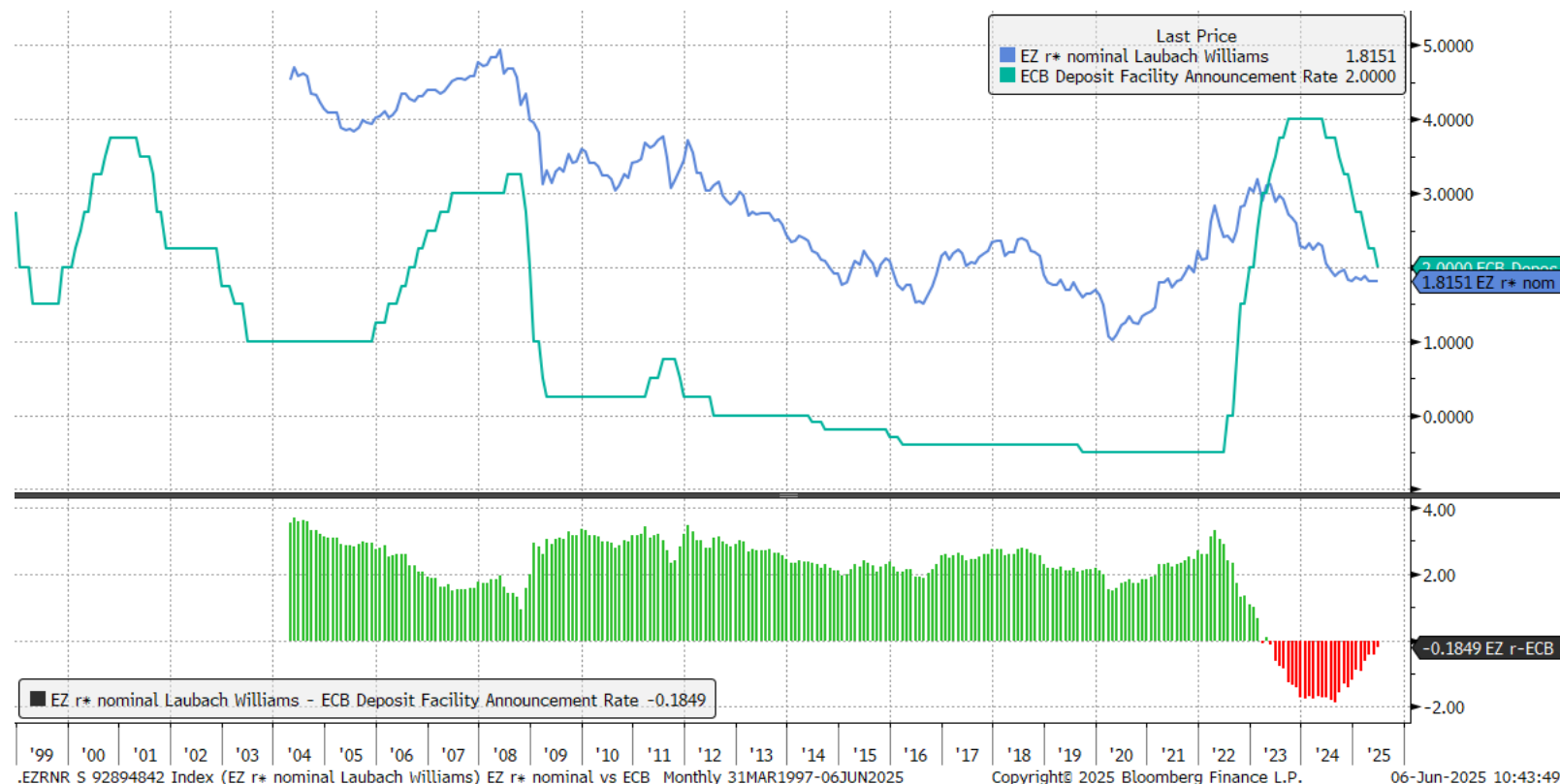
+ Inflación

- › Niveles de inflación en la Eurozona esperado en el 2,1% para final de año. Continúa la tendencia a la baja de precios, con el último dato publicado por debajo del objetivo del BCE.
- › Entorno de precios de la energía y fortalecimiento del euro que favorecen la bajada de precios los próximos meses.
- › La posible escalada en la guerra arancelaria es la única presión inflacionista que se presenta en Europa por el momento.

Europa

El BCE baja tipos de nuevo

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

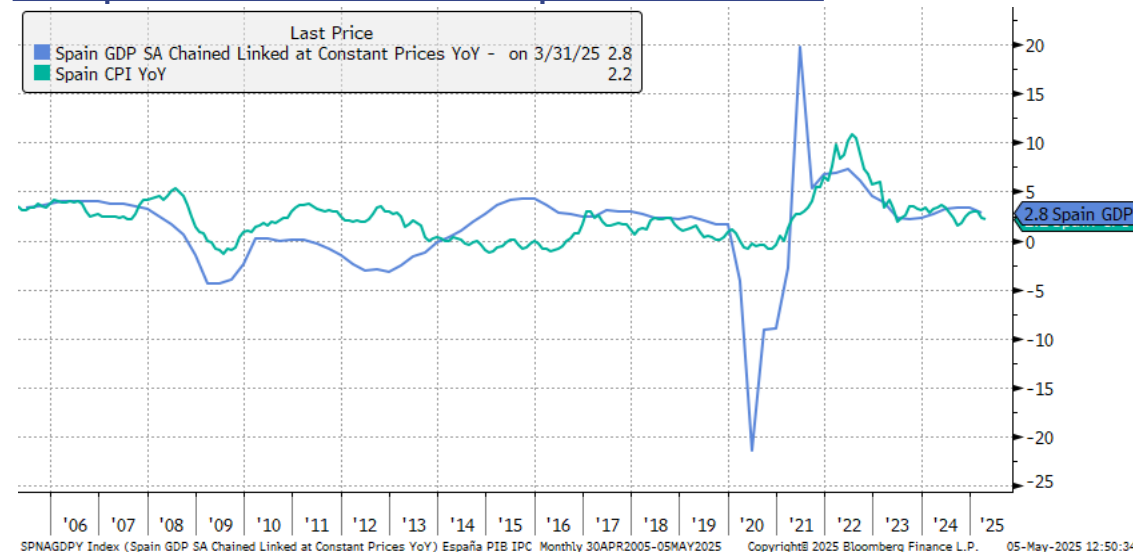
Bajada adicional con entorno favorable de inflación

- › El BCE deja abierta la puerta a una posible parada en la senda de bajada de tipos de interés sujetos a los datos.
- › Establece su previsión de crecimiento en el 0,9% para el 2025 y la inflación en el 2,3%, con un escenario favorable si se hace necesaria una bajada adicional en el año.
- › Vemos el tipo neutral en el 1,75% por lo que creemos habrá una bajada antes de finales de año.

Iberia

Menor exposición a aranceles, impacto contenido del apagón

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

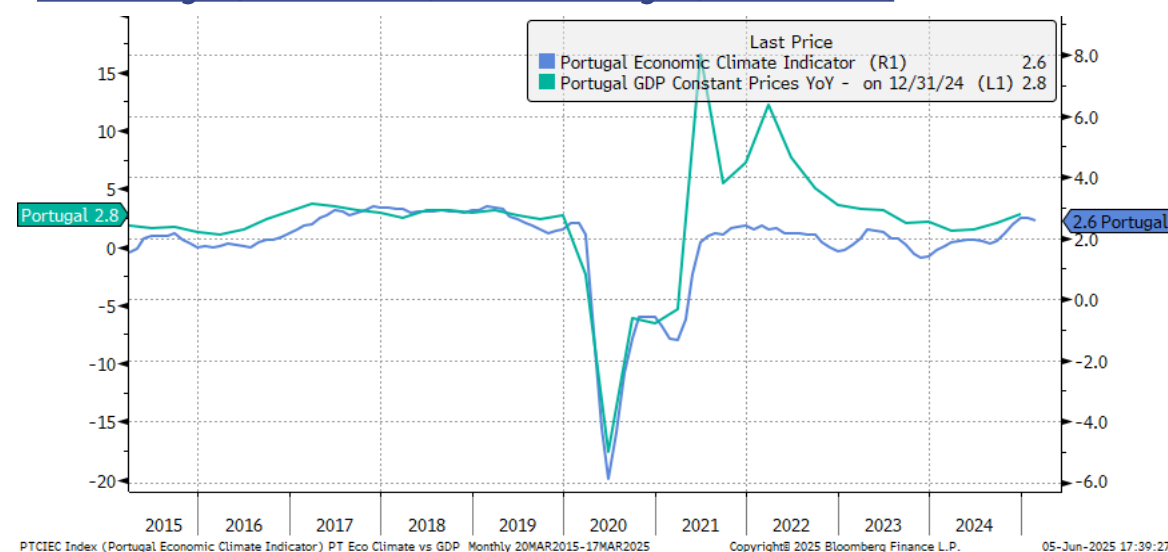


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ 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.
- La expansión comienza a dar muestras de enfriamiento, dentro de la excepcionalidad que supone en la Eurozona.
- 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.
- El sentimiento económico se vio lastrado de enero a abril por la guerra arancelaria, si bien observamos mejoría en mayo.
- Inflación esperada del 2,0 % en 2025, ya alineada con el objetivo del Banco Central Europeo.

Europa

Estancados, a la espera del impulso alemán

La Eurozona parece estar rezagada en materia de acuerdos comerciales, enfrentando persistentes amenazas de un incremento arancelario de hasta el 50% por parte de Estados Unidos ante la falta de progreso en las negociaciones.

En el plano macroeconómico, los indicadores de actividad continúan estancados, apuntando a un crecimiento prácticamente nulo o incluso negativo para este año. Los PMIs de mayo reflejaron un deterioro, especialmente en el sector servicios, debido a una demanda debilitada por la baja confianza empresarial. Alemania, la principal economía de la unión, atraviesa una lenta recuperación, con sus PMIs de manufactura y servicios aún en zona de contracción. Se proyecta un crecimiento de tan solo el 0,1% para la región en 2025, aunque se espera que el impulso de un futuro plan fiscal acelere la actividad a partir de 2026. Por su parte, Francia no solo afronta una situación económica deteriorada, sino también un elevado nivel de deuda que limita sus catalizadores a medio plazo. El anunciado plan fiscal de "Rearme" podría generar tensiones en los costes de su deuda, provocando repuntes en la curva de tipos soberanos.

Se observan además distorsiones en los datos a causa de los aranceles. El

notable repunte de la producción industrial en marzo (+3,6%) fue un ejemplo de ello. Aunque el dato fue recibido con optimismo, debe ser analizado con cautela, ya que podría responder a una demanda estadounidense artificialmente adelantada para anticiparse a las tarifas, y no a una tendencia de fondo sólida.

En cuanto a la inflación, el último dato de la Eurozona se situó en el 1,9%, confirmando la tendencia desinflacionaria. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) ha recortado los tipos de interés en 25 puntos básicos, hasta el 2%. Esta decisión marca un punto de inflexión, señalando el fin del ciclo de endurecimiento monetario implementado para contener el auge de precios post-COVID. El escenario central, que combina un crecimiento débil con una inflación controlada, crea un entorno propicio para una política monetaria más laxa, abriendo la puerta a un posible recorte adicional hacia finales de año que podría situar los tipos en el entorno del 1,75%.

Emergentes

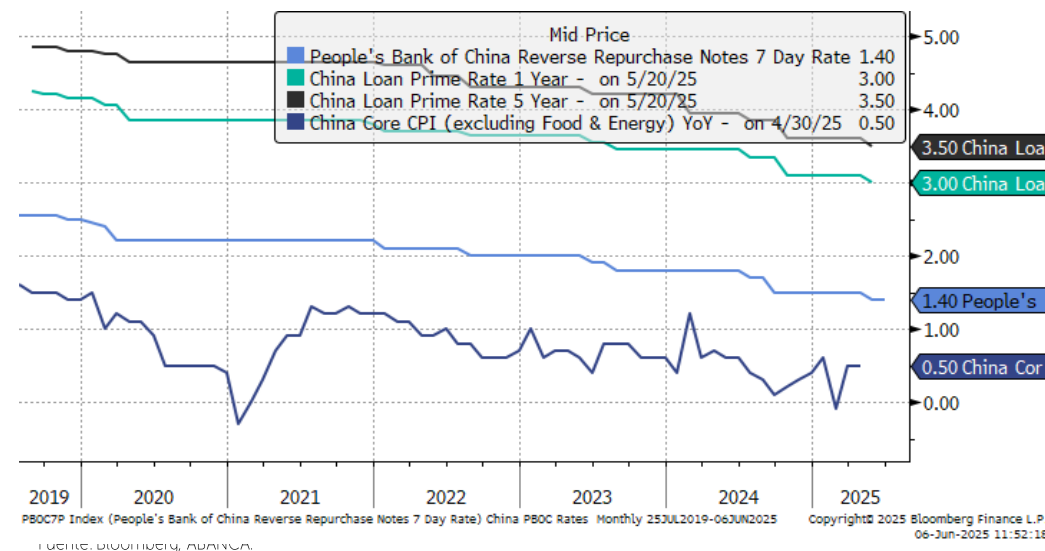
China lanza estímulos

Nº barcos trayecto China- EEUU



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

China- Tipos de interés de referencia del PBOC vs. IPC core (% anual)



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

China impulsando la actividad, queda trabajo por hacer

En lo que va de año, China ha intensificado su estrategia de estímulo económico, con un paquete de medidas que asciende aproximadamente a \$1.4 billones de dólares. Estas iniciativas se centran en impulsar el consumo interno y apoyar sectores estratégicos como la tecnología. Entre las acciones más relevantes, se incluyen líneas de crédito subvencionadas para la compra de automóviles y electrodomésticos, así como el fomento de industrias clave como la inteligencia artificial.

En el ámbito monetario, el Banco Popular de China ha actuado reduciendo el tipo repo a 7 días y el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) de la banca, inyectando así una liquidez significativa en el sistema financiero. Además, en mayo, recortó en 10 puntos básicos los tipos referenciales a 1 y 5 años (base para las hipotecas), reforzando su apoyo al sector inmobiliario.

Si bien estas medidas demuestran una acción progresiva por parte de las autoridades, en nuestra opinión, siguen siendo insuficientes para contrarrestar la debilidad estructural de la demanda interna y los riesgos asociados a un entorno persistentemente deflacionista. En este contexto, consideramos que serían necesarias medidas más contundentes, como un programa de expansión cuantitativa (QE) mediante la compra directa de activos por parte del

banco central, como mecanismo adicional para reactivar el crecimiento.

Mientras tanto, la percepción de los inversores sigue lastrada por la debilidad macroeconómica. Aunque el mercado chino alberga empresas con sólidas ventajas competitivas y posiciones de liderazgo global, el entorno actual podría seguir configurando un "trampa de valor". Esto significa que las valoraciones atractivas no se traducen en retornos debido a la falta de catalizadores macroeconómicos y el elevado nivel de incertidumbre de la guerra arancelaria.

En India, el crecimiento del primer trimestre fue del 7.4% interanual. El Banco Central comenzó a recortar los tipos de interés en febrero, inyectando elevadas cantidades de liquidez para impulsar los préstamos bancarios. El plan fiscal y una política monetaria más laxa mejoran un escenario de tipos que, a pesar de los ajustes, siguen siendo restrictivos en el país.

En América Latina, Brasil continúa enfrentando una desaceleración en el crecimiento unida a una elevada inflación. El gobierno se halla ante el desafío de equilibrar la necesidad de controlar el elevado gasto público con la implementación de políticas que fomenten el crecimiento económico.

ABANCA House View
Escenarios

- Negativo

30%
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

60%
Negociaciones y moderación

- › Polarización entre EEUU-Europa-China, sin ruptura drástica.
- › Se evita una escalada de las tarifas recíprocas, con acuerdos bilaterales. Se mantiene la incertidumbre.
- › En EEUU, se reduce el crecimiento por debajo del crecimiento potencial.
- › En Europa, estancamiento en 2025, seguido de una recuperación moderada en 2026 apoyada por el impulso fiscal alemán.
- › Débil crecimiento en China, por debajo del objetivo, salvado por estímulos monetarios y fiscales.
- › 2 bajadas de tipos en EEUU hasta el 4%. 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 interrupciones 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 consenso

	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	1,9	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	0,2	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

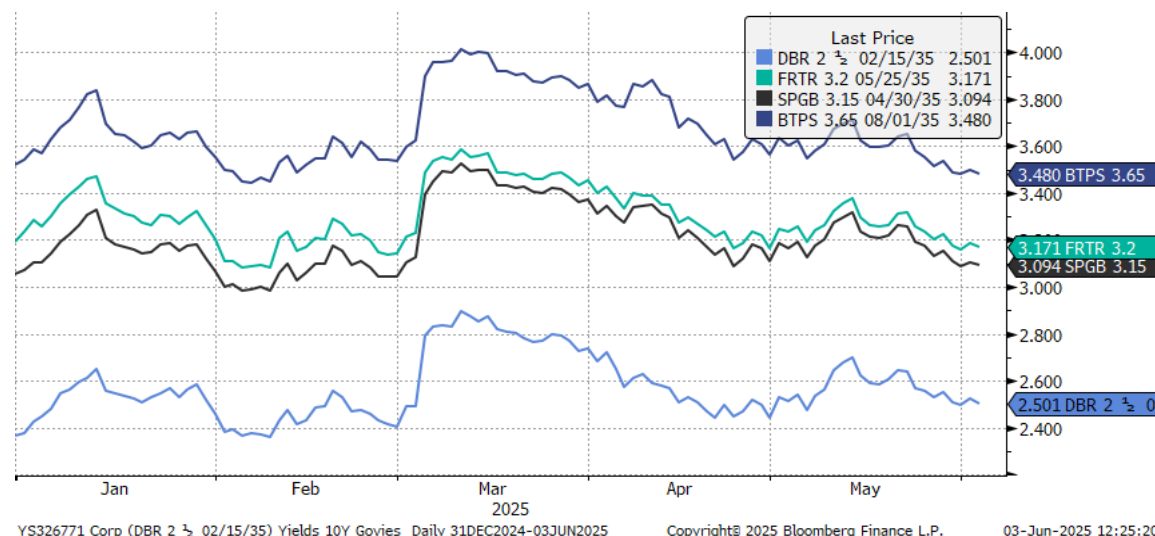
Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

//ABANCA

Renta Fija

Posicionamiento neutral en duración y cautela con los tramos largos de las curvas

Evolución tipo de interés deuda pública europea 10 años



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Prima de riesgo por plazo- Bono EEUU 10 años



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

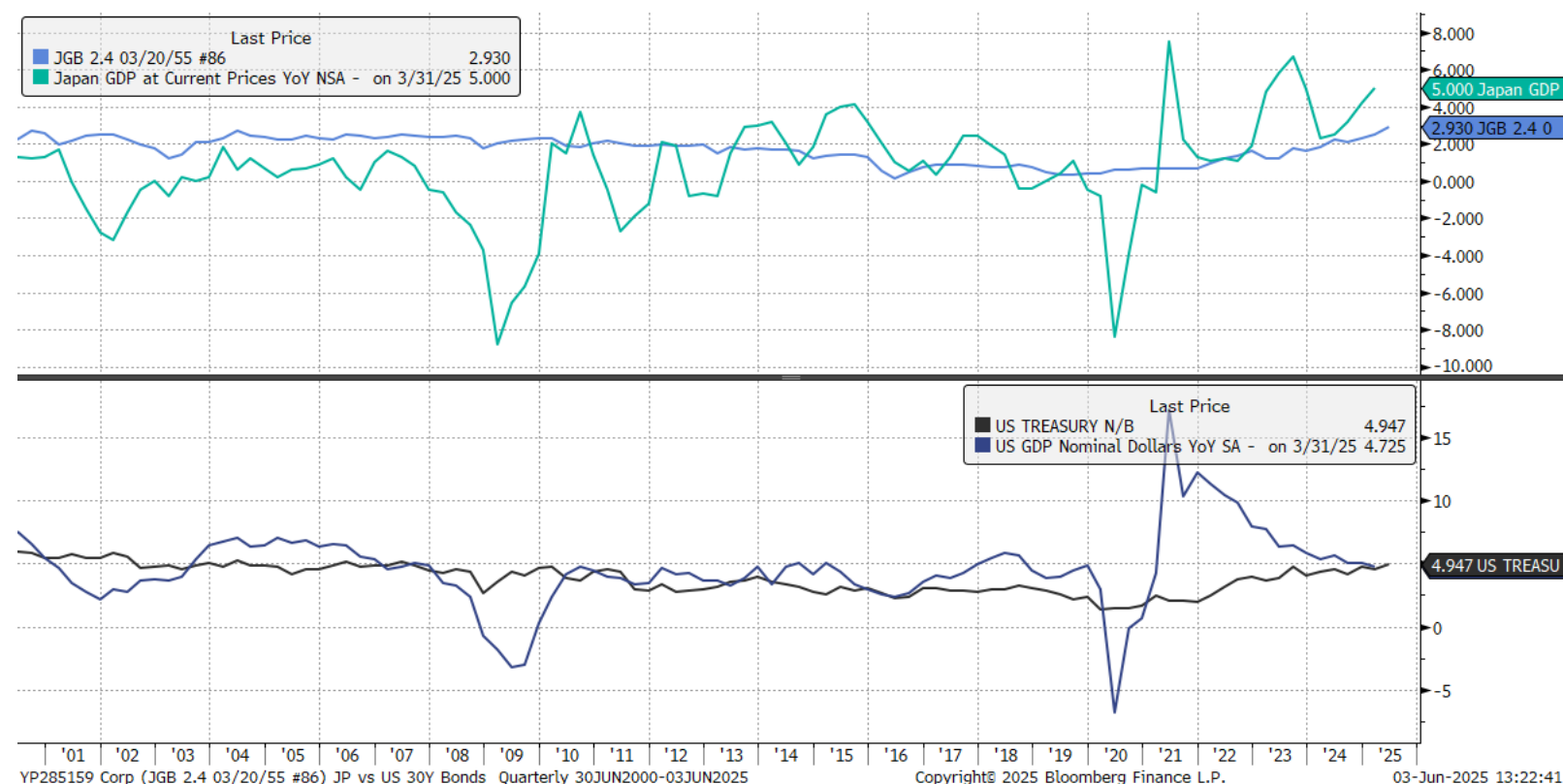
+ Renta Fija

- › Mantenemos la duración en Neutral, donde la construcción de esta ha favorecido el comportamiento de las carteras durante el mes. Favorecemos el posicionamiento en curvas de gobierno.
- › En Europa, preferencia por emisores core, en Alemania mantenemos la zona de 5 años y en Francia bajamos de 7 años a 5 años por el potencial riesgo derivado del plan fiscal para el plan Rearme del país. En periferia mantenemos la zona de 2 años por el mismo motivo.
- › En EEUU, el posicionamiento en el tramo corto (2 años) nos ha beneficiado a pesar de los repuntes en tipos el mes en los tramos largos. Mantenemos posicionamiento por el plan fiscal americano y el riesgo derivado de la guerra arancerlaria.

Renta Fija

Japón y el repunte de los tipos a largo plazo

Tipo de interés a 30 años vs crecimiento nominal del PIB (Japón & EEUU)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

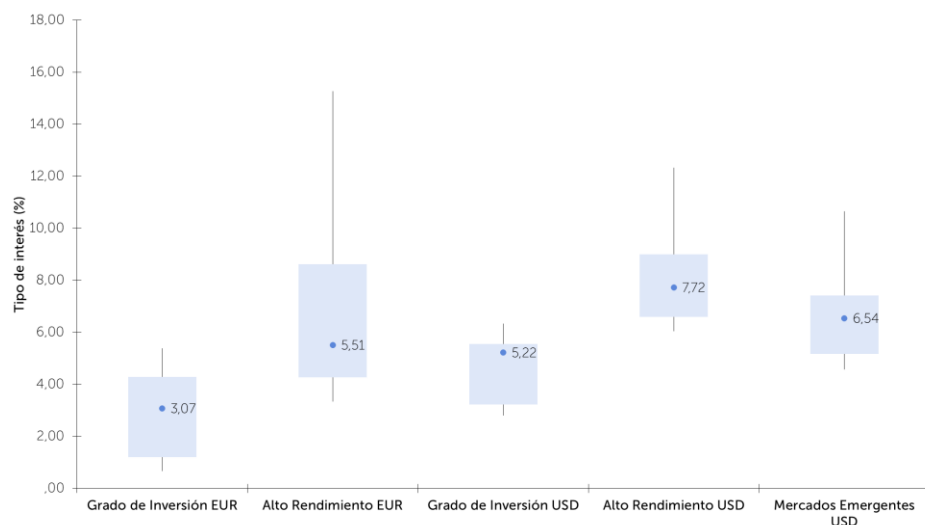
Fin al experimento japonés

- › El final de la política de tipos de interés artificialmente bajos ha venido acompañado de un repunte de la inflación en Japón.
- › Mientras el crecimiento nominal de Japón y EEUU es similar, el tipo a 30 años japonés está un 2% por debajo del americano.
- › Japón deberá buscar el equilibrio entre la normalización y la protección del Yen vs la sostenibilidad de la deuda pública (250%/ PIB).

Renta Fija

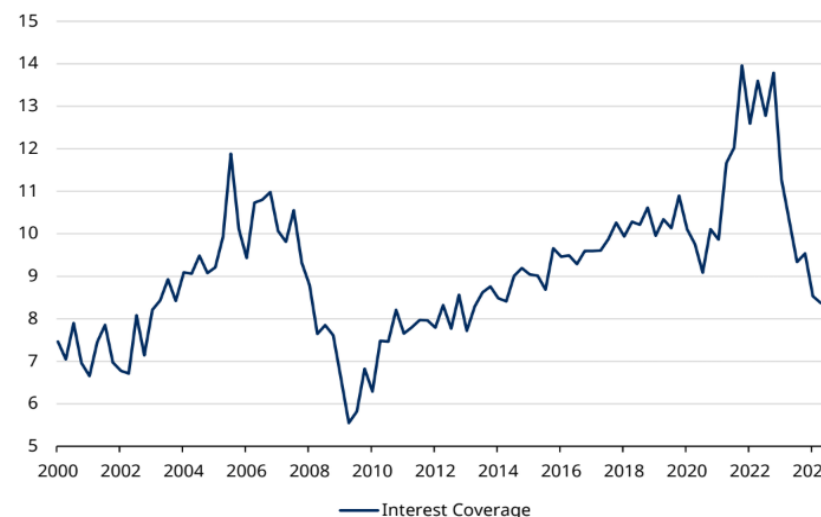
Constructivos en crédito ante unos tipos de interés atractivos & fundamentales sólidos

Percentil histórico del tipo de interés por activo (2000-2025)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Ratio de cobertura de intereses (crédito de alta calidad EUR)



Fuente: Schroders.

+ Crédito

- › Neutral IG (activos de alta calidad crediticia). Observamos diferenciales estrechando, aunque aún vemos valor en el binomio rentabilidad/ riesgo debido a las tires atractivas y a los fundamentales sólidos de compañías. Atractivo en activos financieros Senior y Subordinados por valoración.
- › Neutral HY (activos de baja calidad crediticia). A pesar de diferenciales estrechos, el activo sigue presentando una oportunidad de carry para las carteras, con niveles altos de rentabilidad y probabilidad de default contenida.
- › Neutral- en Deuda Emergente. Debido principalmente a valoración poco atractiva con respecto a su historia.

Renta Fija

Las primas por plazo despiertan

El mes de mayo ha estado marcado por los importantes movimientos en las curvas de gobierno. En EEUU, el repunte de los tipos en la parte larga de la curva —especialmente a 20 años— se ha visto impulsado por la propuesta fiscal del expresidente Trump, apodada el “Big Beautiful Tax Cut 2.0”, que busca extender y ampliar las rebajas fiscales de 2017. Esta iniciativa, de carácter marcadamente expansivo, ha reactivado las expectativas de mayores déficits fiscales estructurales a medio plazo, presionando al alza los tipos y generando dudas entre los inversores institucionales. El deterioro del equilibrio fiscal estadounidense se ha visto reflejado en la débil demanda en subastas clave del Tesoro, especialmente en el tramo a 20 años, donde la cobertura ha sido una de las más bajas desde 2020. Esta dinámica alimenta una creciente percepción de desconfianza hacia la sostenibilidad del endeudamiento público. Una situación similar se ha observado en otros mercados desarrollados como Japón, donde la desintervención de la curva ha llevado al incremento de las primas por riesgo reflejando una menor disposición del mercado a absorber deuda pública sin exigir una mayor compensación.

Mantenemos por tanto nuestro posicionamiento en tramos cortos para la construcción de la duración en EEUU (zona 2 años) que nos ha beneficiado hasta ahora. En cuanto a Europa, en la zona de periferia preferimos también la

que podrían afectar de la misma manera los tramos largos de las curvas. En zona core europea (Alemania y Francia) si favorecemos la construcción de la duración en la zona de 5 años.

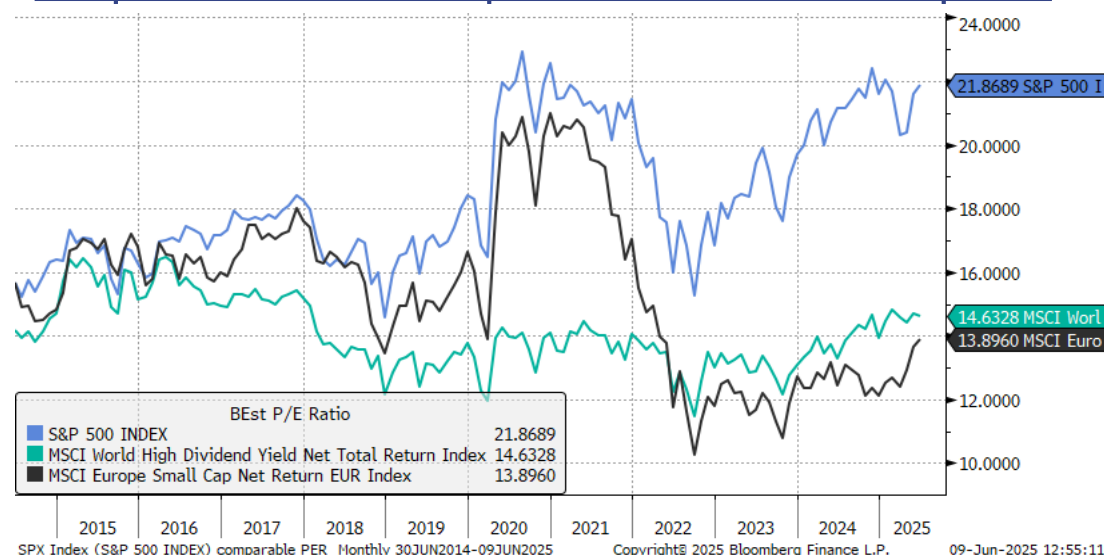
Frente a este entorno de presión en deuda soberana, el crédito corporativo ha mostrado una notable resiliencia. Los activos de alta calidad, tanto en Europa como en EE. UU., han seguido atrayendo flujos, beneficiándose de fundamentales sólidos, tipos atractivos en términos históricos y una menor sensibilidad a la duración. Mantenemos por ello nuestro posicionamiento Neutral en el activo, a pesar del estrechamiento de diferenciales, por el atractivo rentabilidad riesgo. Destacamos dentro del atractivo que tiene el crédito europeo de alta calidad el crédito financiero, tanto en formato senior como subordinado, donde las valoraciones siguen ofreciendo una prima interesante frente a otros activos comparables con un perfil de riesgo contenido.

En conjunto, la renta fija consolida su atractivo relativo en el entorno actual. La combinación de tires elevadas, estabilidad en los diferenciales y mejora en las métricas fundamentales del crédito refuerza su papel como componente clave en las carteras diversificadas.

Renta Variable

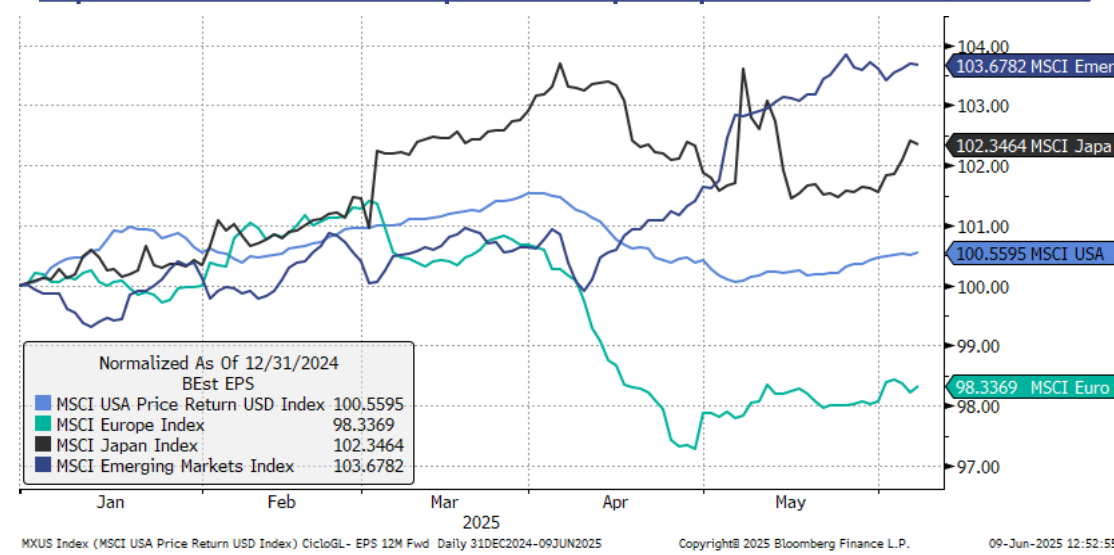
Valoraciones al alza, selección en las carteras

Múltiplo PER de valoración S&p500 vs. Dividendo & Small Caps EUR.



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Expectativas de beneficios por acción principales mercados (Base 100)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

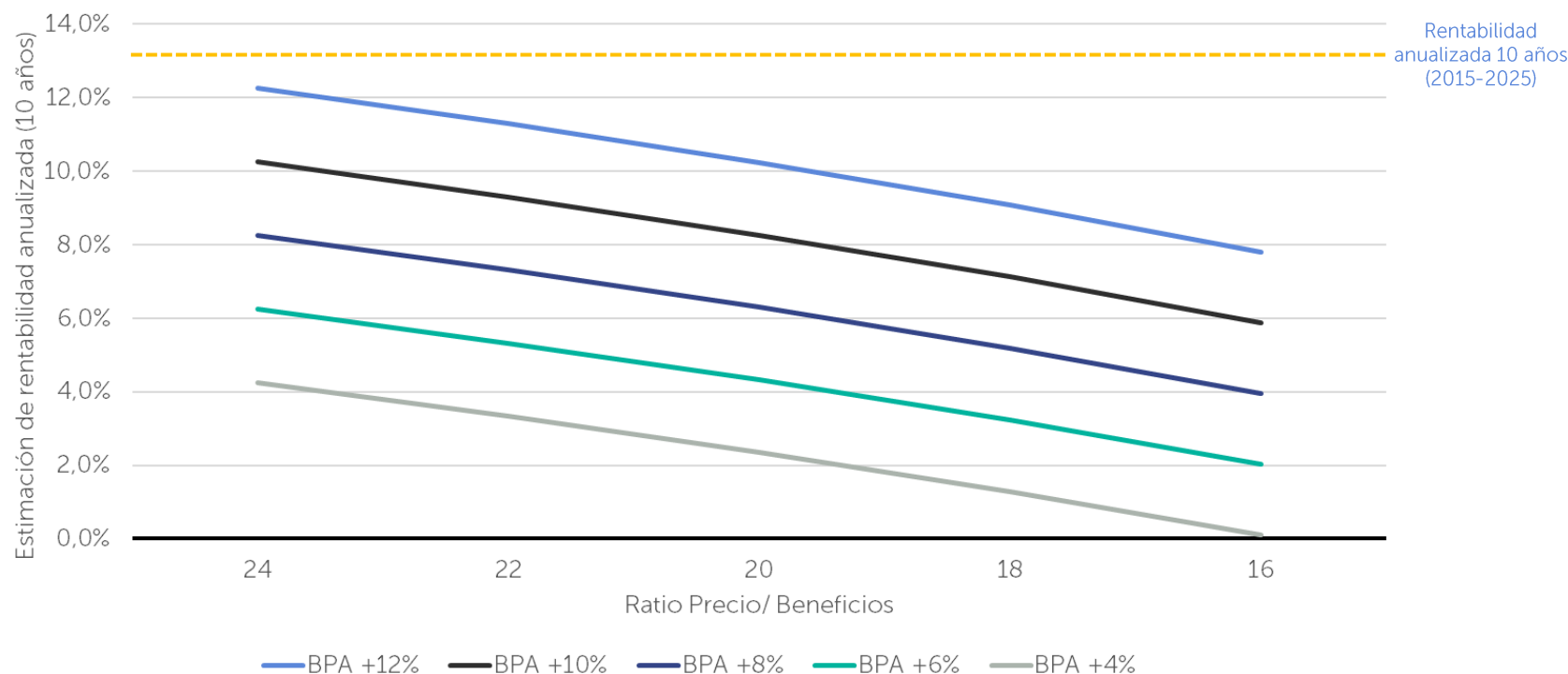
+ Renta Variable

- › 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.
- › Múltiplos de valoración exigentes, vuelta a niveles previos al tensionamiento. El optimismo actual parece asumir la continuidad de unos resultados extraordinarios sin apenas margen para la decepción.
- › Buen comportamiento de las compañías en el primer trimestre que superan por el momento el difícil entorno provocado por la política arancelaria y la incertidumbre en las relaciones comerciales globales.

Renta Variable

El mercado descuenta que el “excepcionalismo americano” va a continuar

Escenarios de rentabilidad a 10 años en base al ratio PER & crecimiento de beneficios (BPA)- EEUU



Fuente: ABANCA.

Expectativas elevadas

- › El mercado americano descuenta que las compañías mantendrán los niveles de márgenes y crecimientos de ventas de los últimos años.
- › Factores como la Inteligencia Artificial (IA) apoyan un reajuste de la rentabilidad corporativa al alza.
- › A esta solidez operativa se suma la expectativa de unos múltiplos que continúen elevados para sostener la rentabilidad a 10 años.

+7,3%

Crecimiento BPA anualizado últimos 10 años

Renta Variable

Optimismo ante los acuerdos

En mayo, los mercados de renta variable repuntaron con fuerza, impulsados por la mejora en las relaciones comerciales entre China y EE. UU., lo que reactivó el optimismo inversor y permitió borrar las correcciones sufridas durante el "Liberation Day". Este cambio de narrativa favoreció una recuperación generalizada, con avances del +4,8 % en el S&P 500 y del +3,1 % en el Euro Stoxx 50, devolviendo a los principales índices a niveles previos a las tensiones.

A pesar de que el arancel medio se mantiene en el entorno del 18 % y las negociaciones comerciales siguen abiertas, las valoraciones han regresado a zonas elevadas. El S&P 500 cotiza en 22,9 veces beneficios esperados, reflejo de la confianza del mercado en la continuidad del ciclo de beneficios y del tono constructivo que predomina entre los inversores.

En este contexto, los resultados del primer trimestre han sido robustos. En EE.UU., el 78 % de las compañías ha superado las expectativas, con un crecimiento interanual del beneficio por acción del +6 %. En Europa, firmas como LVMH, ASML o SAP han presentado sólidas cifras, con crecimientos relevantes en ingresos y márgenes. En conjunto, los resultados sugieren que, por el momento, el impacto de la guerra comercial sobre la actividad

empresarial ha sido limitado.

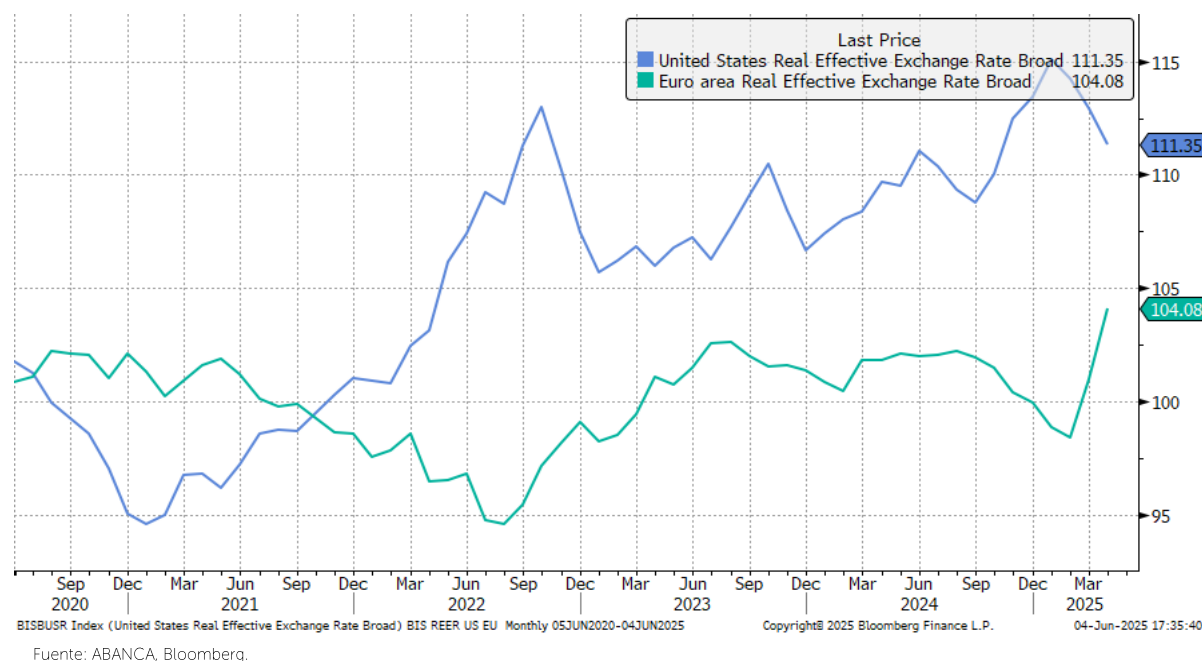
Sin embargo, comienzan a observarse señales de complacencia. El ROE del S&P 500 se sitúa en máximos (19,35 %), mientras que los márgenes operativos superan el percentil 75 de los últimos veinte años. Estos niveles de rentabilidad, eficiencia y crecimiento en ventas son difíciles de sostener en un entorno global marcado por la incertidumbre geopolítica y comercial. El optimismo actual parece asumir la continuidad de unos resultados extraordinarios sin apenas margen para la decepción.

Por todo ello, mantenemos una postura neutral en renta variable. Favorecemos compañías con valoraciones razonables, generación sólida de caja y rentabilidad por dividendo estable. En un contexto exigente en múltiplos y con posibles revisiones de crecimiento a futuro, seguimos priorizando nombres con fundamentales consistentes y menor dependencia de un entorno macro excesivamente favorable.

FX

Valoración, diversificación y nuevos riesgos

Tipo de cambio real efectivo USD vs EUR



Fuente: ABANCA, Bloomberg.

Uno de los temas de atención de los mercados desde el "Liberation Day" ha sido la evolución futura del USD. Tras romper todas las teorías económicas y depreciarse con fuerza tras la mayor subida arancelaria de la historia, el USD se ha movido en un rango razonablemente estable frente al EUR en abril y mayo, reduciendo la sobrevaloración que presentaba a inicios de año en términos de tipo de cambio real efectivo (REER en inglés).

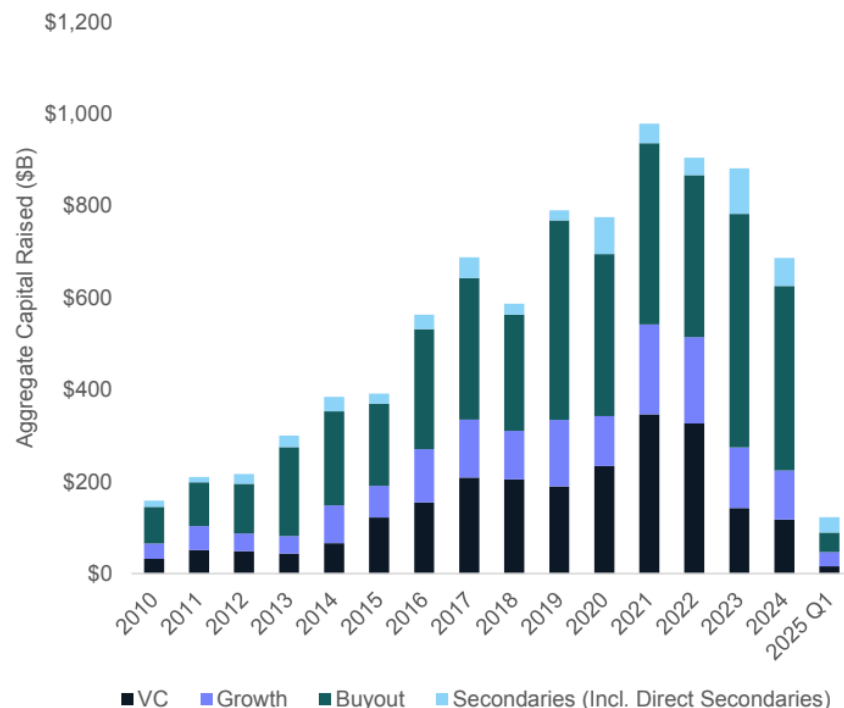
Dentro de la volátil actualidad política en EEUU, un elemento que parece claro es la vocación de la Administración Trump de impulsar el sector manufacturero en el país. Para que esto suceda, entre las premisas necesarias está la de contar con una divisa débil que haga más competitiva la producción en EEUU frente a las alternativas en el resto del mundo. Pero esta debilidad aparente a largo plazo del USD se encuentra con factores opuestos como el rol de divisa de reserva del mundo, para el que por el momento no existe una alternativa creíble, a pesar de los esfuerzos de Europa. Esto hace que el USD siga teniendo un papel importante en las carteras multiactivos como elemento diversificador de riesgos globales o sistémicos. No hay que olvidar tampoco que el coste de cobertura se ha incrementado para los inversores EUR hasta el 2,4%. Por todos estos motivos mantenemos una visión Neutral sobre el USD con un rango de 1,15-1,11.

No obstante, somos conscientes de los nuevos riesgos provenientes de la política estadounidense, que han generado episodios de "risk-off" en los mercados donde el USD no ha jugado su papel histórico. Por ello, y para cubrir el riesgo de eventos idiosincráticos en EEUU, mantenemos una visión de Neutral+ sobre el JPY.

Alternativos

Fuente de diversificación, siempre con análisis previo

Volumen captado por estrategia de mercados privados (2010- 2025)



Fuente: Goldman Sachs.

Desde hace tiempo, hemos señalado el considerable desafío que enfrentan los gestores de mercados privados a raíz del aumento de tipos en Estados Unidos y Europa. Ahora, con el desfase temporal inherente al sector, 2025 se ha convertido en un claro ejemplo de las dificultades que atraviesa la industria. Estas dificultades se manifiestan, en primer lugar, en la incapacidad de los gestores para desinvertir en sus carteras sin incurrir en fuertes recortes de valoración. Esto, a su vez, está provocando retrasos significativos en las devoluciones de capital a los inversores. Las implicaciones son claras: hay un menor reciclaje del capital invertido en este tipo de activos y una menor captación de nuevos fondos. De hecho, la captación en el primer trimestre del año fue más de un tercio inferior a la de 2024, un año donde la tendencia a la baja ya era evidente. En este entorno, seguimos priorizando dos características fundamentales para los gestores: flexibilidad en el mandato para poder capturar las oportunidades que surjan; y excelencia operativa de los activos para extraer el mayor potencial posible en un contexto de valoraciones a la baja.

En cuanto a los activos alternativos líquidos, el oro sigue siendo el principal protagonista del año. Favorecemos una exposición estructural al metal precioso en nuestras carteras y vemos un atractivo particular en las compañías mineras de oro. Estas empresas se benefician actualmente de un doble "viento de cola": un precio del metal elevado, muy por encima del punto de equilibrio del sector; y unos costes contenidos debido a la caída del precio del petróleo. Precisamente sobre el resto de las materias primas, mantenemos una visión Neutral. Al igual que el oro, consideramos que desempeñan un papel estructural en las carteras, especialmente como cobertura frente a escenarios de estanflación o riesgos geopolíticos.

Asignación de activos

	Infraponderar	Neutral -	Neutral	Neutral +	Sobreponderar	Movimiento
Monetario						
Renta Fija						
Gobiernos Europa						
Gobierno EEUU						
Bonos ligados a la inflación						
Investment Grade EUR						
Investment Grade USD						
High Yield EUR						
High Yield USD						
Deuda Emergente						
Duración						
Renta Variable						
Estados Unidos						
Europa						
Japón						
Emergentes						
Alternativos						
Retorno Absoluto/ Hedge Funds						
Private Equity						
Infraestructuras						
Inmobiliario						
Materias Primas						
Oro						
FX						
USD						
GBP						
JPY						

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.

