

Julio 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.

Cuestión de perspectiva

El primer semestre de 2025 se ha caracterizado por una notable volatilidad en múltiples frentes. La incertidumbre en la política comercial estadounidense y la rápida escalada y desescalada de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio generan un flujo de información complejo. En este entorno, resulta fundamental diferenciar el ruido de corto plazo de las tendencias de fondo.

Con este objetivo, el equipo de ABANCA Inversiones analiza el impacto de los acontecimientos recientes para ofrecer una perspectiva clara. De nuestro análisis se desprenden dos conclusiones principales que definirán el entorno de inversión: el crecimiento económico global será inferior al previsto a comienzos de año, y la inflación se mantendrá en niveles superiores a los esperados.

Este panorama eleva los riesgos de un escenario de estanflación, cuya intensidad ha sido, precisamente, uno de los factores más volátiles en lo que va de año.

Frente a este desafío, nuestra estrategia de asignación de activos se enfoca en identificar las oportunidades que surgen en ciclos de incertidumbre. En renta fija, la valoración y los sólidos fundamentales de los emisores proporcionan un margen de seguridad para navegar presiones estanflacionistas. En renta variable, apostamos por la ampliación del mercado más allá de los gigantes tecnológicos estadounidenses, una tendencia que prevemos que continúe. Para ello, nos apoyamos en estrategias de alta convicción como el factor dividendo de calidad, las pequeñas compañías globales o el sector salud.

Finalmente, en un año donde el dólar estadounidense (USD) ha sido determinante para el retorno de las carteras, las coberturas macro son esenciales para la diversificación. Posiciones estructurales en oro, materias primas y el yen japonés (JPY) han demostrado su eficacia para mitigar los riesgos, confirmando un proceso de “especialización” de los activos refugio en 2025.

Estimaciones de crecimiento PIB & inflación 2025 (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

- › Impacto negativo de los aranceles.
- › Reforma fiscal.
- › La Fed en el punto de mira.



+ Emergentes

- › Tensión geopolítica.
- › Resiliencia económica.
- › Más estímulos en China. Fuerte crecimiento en India.

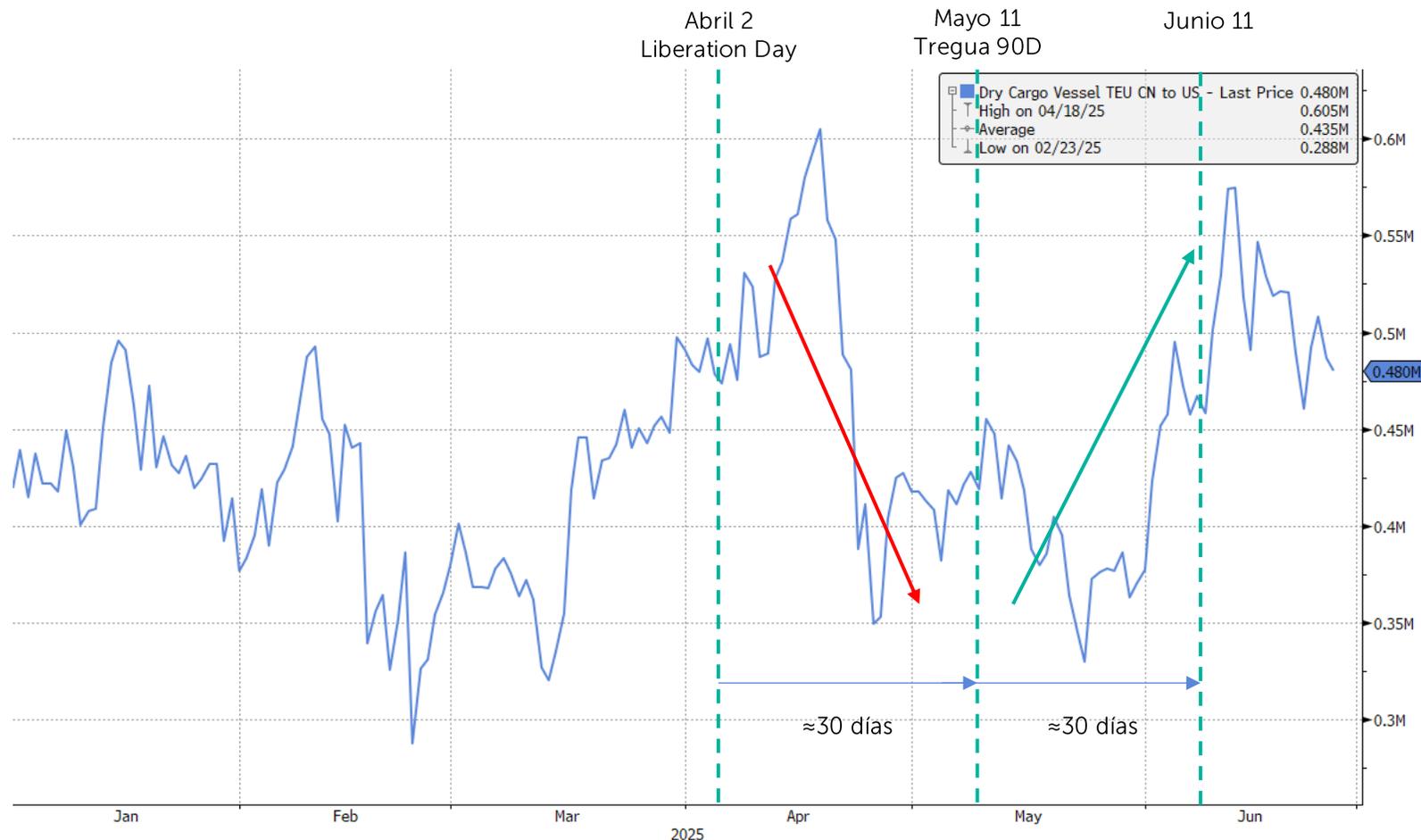
+ Europa

- › Foco en defensa y resiliencia.
- › Dudas fiscales.
- › Crecimiento e inflación moderados.

Guerra comercial

La volatilidad arancelaria es visible en las cadenas de suministros

Nº contenedores (TEU) barcos China a EEUU (Dry Cargo)



TRVSDCVW Index (Dry Cargo Vessel TEU CN to US) Ship TEU CN-US Daily 01JAN2025-26JUN2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

26-Jun-2025 17:32:20

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Seguimiento del tráfico marítimo

- › El trayecto medio de un barco entre China y EEUU es próximo a 30 días. El tráfico marítimo nos permite entender el impacto de la secuencia de decisiones.
- › Aprox. 30 días tras el Liberation Day, el número de contenedores llegando a EEUU cae con fuerza tras el abastecimiento previo a las tarifas.
- › Aprox. 30 días después del anuncio de tregua, el flujo de barco hacia EEUU se recupera hasta los niveles previos.

Conflicto Oriente Medio

El estrecho de Ormuz y su impacto en la economía global

El estrecho de Ormuz es un punto geoestratégico vital para el comercio mundial



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

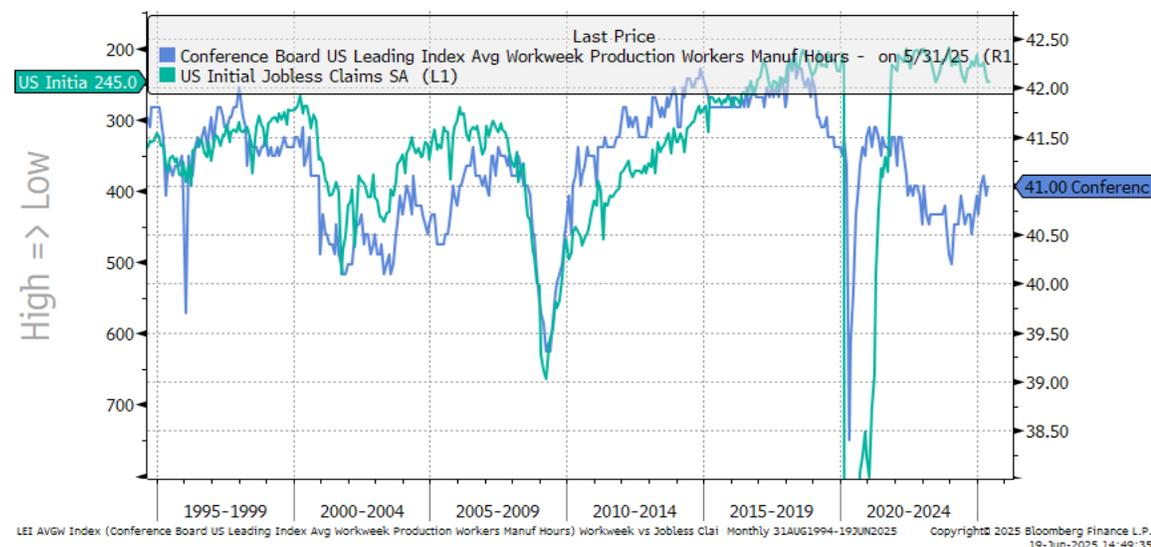
Las cifras del estrecho de Ormuz

- › 18 Mll de barriles de petróleo diarios cruzan el estrecho, una quinta parte de la demanda mundial.
- › 85 Mll de toneladas de Gas Natural Liquado (GNL), un 20% de la demanda global.
- › Arabia Saudí, EAU, Qatar y Kuwait son los países más dependientes para exportar su crudo. Asia es el principal destinatario del petróleo de la región.

EEUU

El empleo sostiene el crecimiento mientras la inflación subirá

Horas trabajadas manufacturas vs peticiones de desempleo (EEUU)

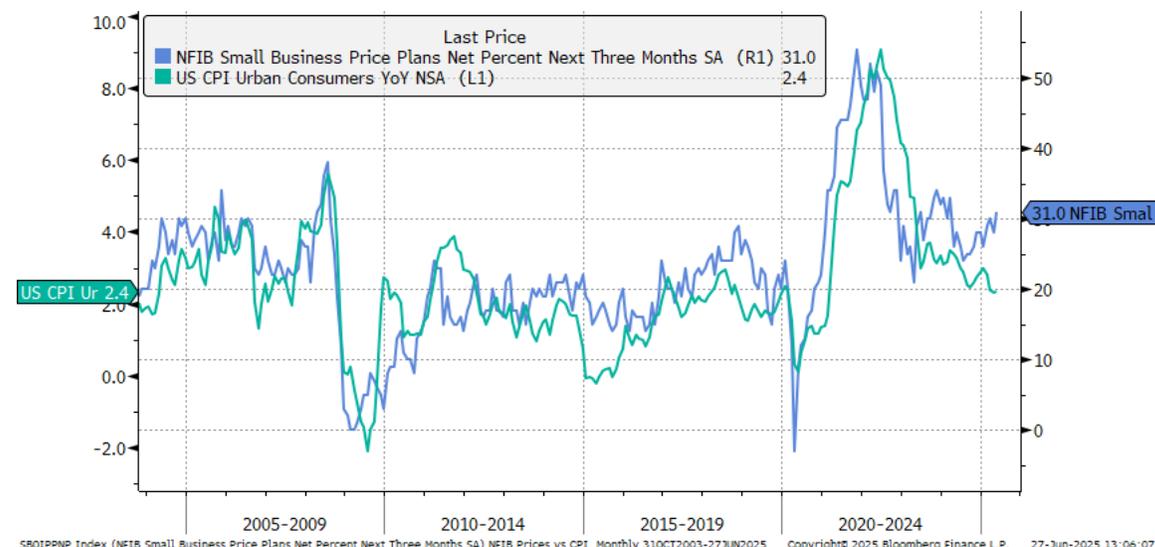


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Estimación de crecimiento del 1,5% en 2025, mostrando la resiliencia e inercia positiva de la economía estadounidense.
- › El crecimiento continúa sostenido por el consumo y el empleo. Ambos factores comienzan a dar síntomas de enfriamiento, si bien no son preocupantes.
- › Aranceles y el conflicto en Oriente Medio tienen un impacto negativo sobre el crecimiento.

Planes de precios PYMES vs IPC (EEUU)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Inflación

- › Estimación de inflación del 3% en 2025.
- › Pendientes del impacto real de los aranceles. Inventarios, prórrogas y petróleo distorsionan las cifras hasta ahora.
- › Aranceles y el repunte del petróleo empujan la inflación al alza de cara a los próximos meses. El enfriamiento de la demanda compensará parcialmente, como hemos visto en el sector turismo.

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).



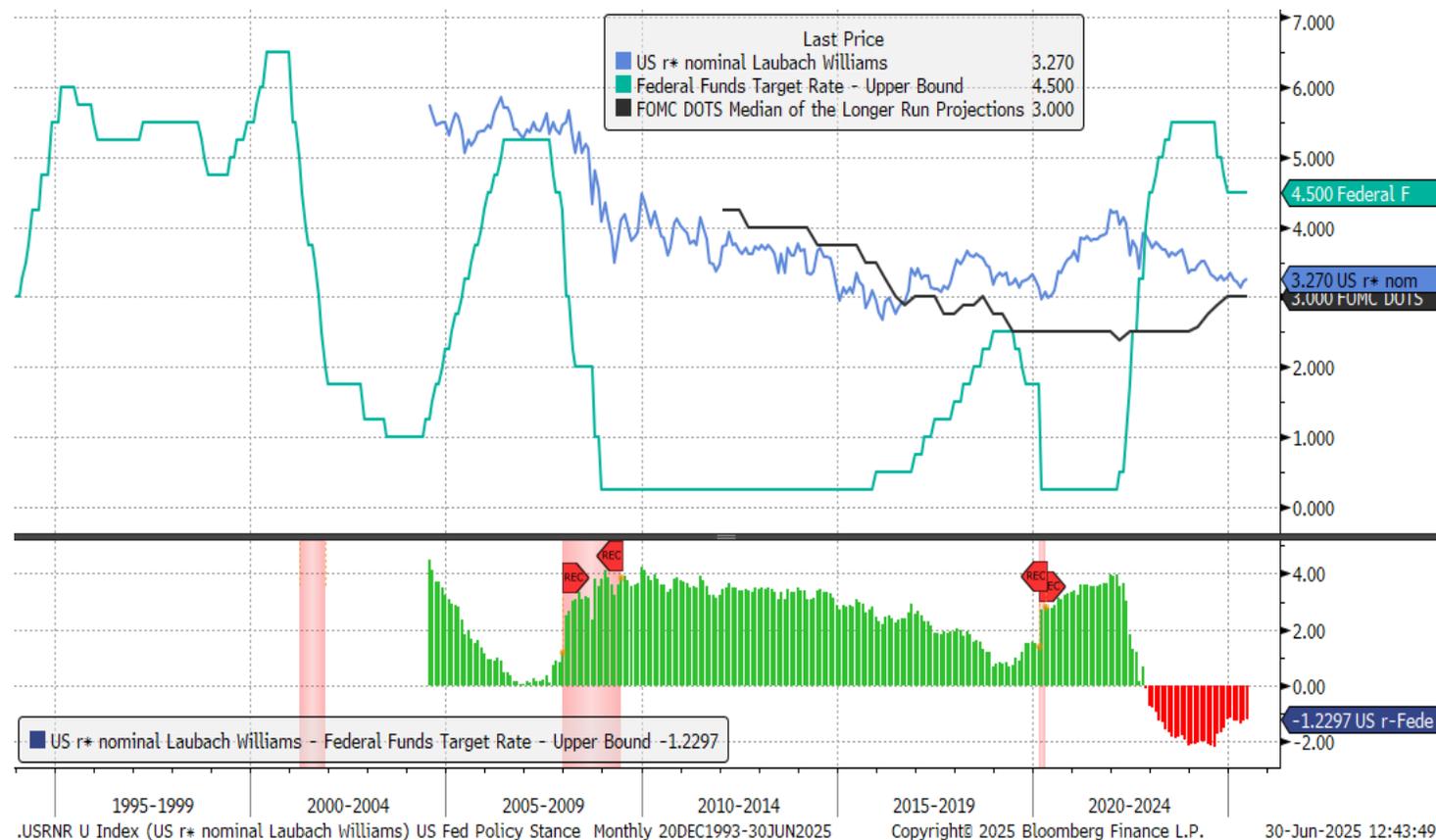
+ Implicaciones

- › Aumento del déficit fiscal a medio y largo 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 a corto plazo.
- › Riesgo de inflación más persistente a medio plazo.

EEUU

La Fed en una encrucijada

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Buscando el equilibrio

- › La Fed debe calibrar entre unos datos de inflación todavía contenidos frente al impacto arancelario de los próximos meses.
- › Al mismo tiempo, el empleo muestra señales de moderación que obligarán a la Fed a elegir entre las dos variables del mandato.
- › Esperamos 2 bajadas de tipos en 2025, con una primera bajada en septiembre.

EEUU

Separando el sentimiento del impacto económico real

La economía estadounidense mantiene su buen desempeño en la primera mitad del año, si bien comienzan a aparecer las primeras señales de menor actividad de cara al segundo semestre, fruto del impacto de los aranceles en la economía. En las diferentes revisiones del PIB del 1T25 hemos visto ya los recortes en el crecimiento del consumo, que se extenderán en lo que resta de año a medida que los incrementos de precios se trasladan progresivamente a la economía. Resulta complicado conocer el impacto económico real en un contexto donde los indicadores de sentimiento de hogares y empresas se han mostrado excepcionalmente volátiles y dependientes de los anuncios de la Administración Trump. Por el contrario, los indicadores de actividad y empleo se han mostrado más estables y han tenido un mejor desempeño.

Esperamos que la incertidumbre arancelaria continúe en el segundo semestre. Las negociaciones comerciales con varios de los socios más relevantes como la Unión Europea apenas han avanzado, y creemos que la Administración Trump podría lanzar otra oleada de amenazas con el fin de acelerar las conversaciones y alcanzar sus objetivos. Siguen pendientes además los aranceles sectoriales a industrias estratégicas como los semiconductores, farmacéuticos o aviones comerciales, que podrían enfrentarse a tarifas del 25%.

En nuestro escenario base asumimos un arancel medio en EEUU del 15%, un nivel que a comienzos de año nos habría parecido el escenario más negativo posible pero que tras el anuncio del Liberation Day la Administración Trump ha conseguido dar por bueno.

Otro de los puntos de atención en los próximos meses será el nuevo paquete fiscal, con dos consideraciones clave. La primera, el incremento de la deuda de entre \$3-5 billones en los próximos 10 años. La segunda, los recortes en algunos servicios como Medicaid que podrían afectar a los segmentos de menores ingresos, que verían reducida su propensión al consumo. De aprobarse, este paquete fiscal tendría un impacto al alza tanto sobre el crecimiento como sobre la inflación.

Precisamente sobre la inflación, esperamos que termine 2025 en el 3,0%. Esta previsión continúa siendo dependiente de una tasa media arancelaria que ha demostrado ser muy volátil a lo largo del año. En este entorno, vemos margen para dos recortes de tipos por parte de la Fed que acompañen el enfriamiento del crecimiento sin poner en riesgo la estabilidad de precios, manteniendo los tipos por encima del nivel neutral que estimamos en el 3,5%.

Europa

Crecimiento débil sin presiones en precios por el momento

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

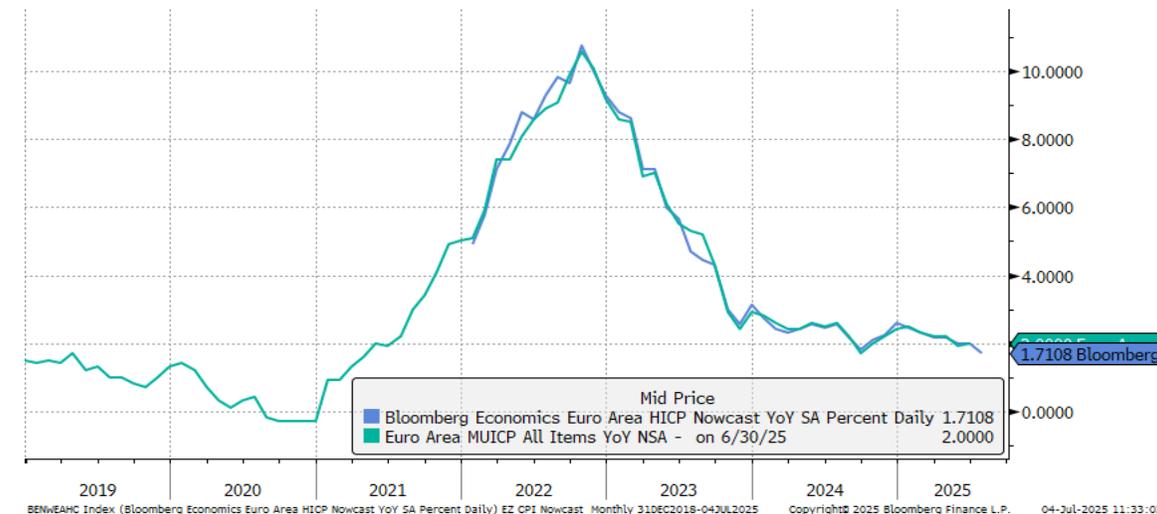


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del +0,9% para el conjunto de la Eurozona en el año. Indicadores de actividad estancados con pocos catalizadores.
- › Se presenta compromiso fiscal en la OTAN, 5% sobre PIB destinado a defensa e inversiones relacionadas que representa un impulso fiscal importante para la Eurozona.
- › Acuerdos comerciales con EEUU estancados con fecha límite para la negociación próxima y posibles amenazas y represalias cerca.

Indicador adelantado de IPC Eurozona vs. IPC Eurozona (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

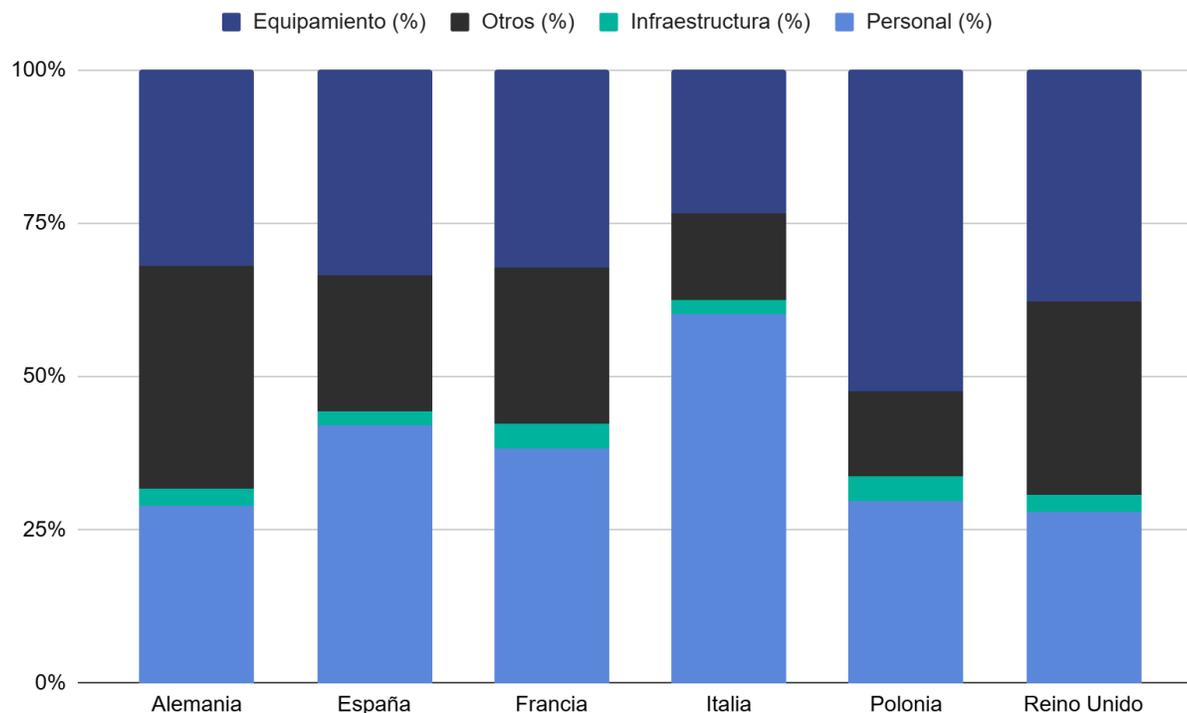
+ Inflación

- › Niveles de inflación en la Eurozona esperado en el 2,4% para final de año. No se observan por el momento repuntes en precio en los indicadores adelantados ni en las expectativas de los consumidores.
- › La falta de acuerdos comerciales con EEUU podría derivar en la escalada del conflicto, que es una de las principales presiones inflacionistas junto con la subida en los precios de la energía.
- › La fortaleza del euro sigue actuando como fuerza desinflacionista en Europa.

Europa

Encajando el compromiso de la OTAN con la realidad fiscal

Gasto en defensa por categoría en 2024



Fuente: OTAN, ABANCA.

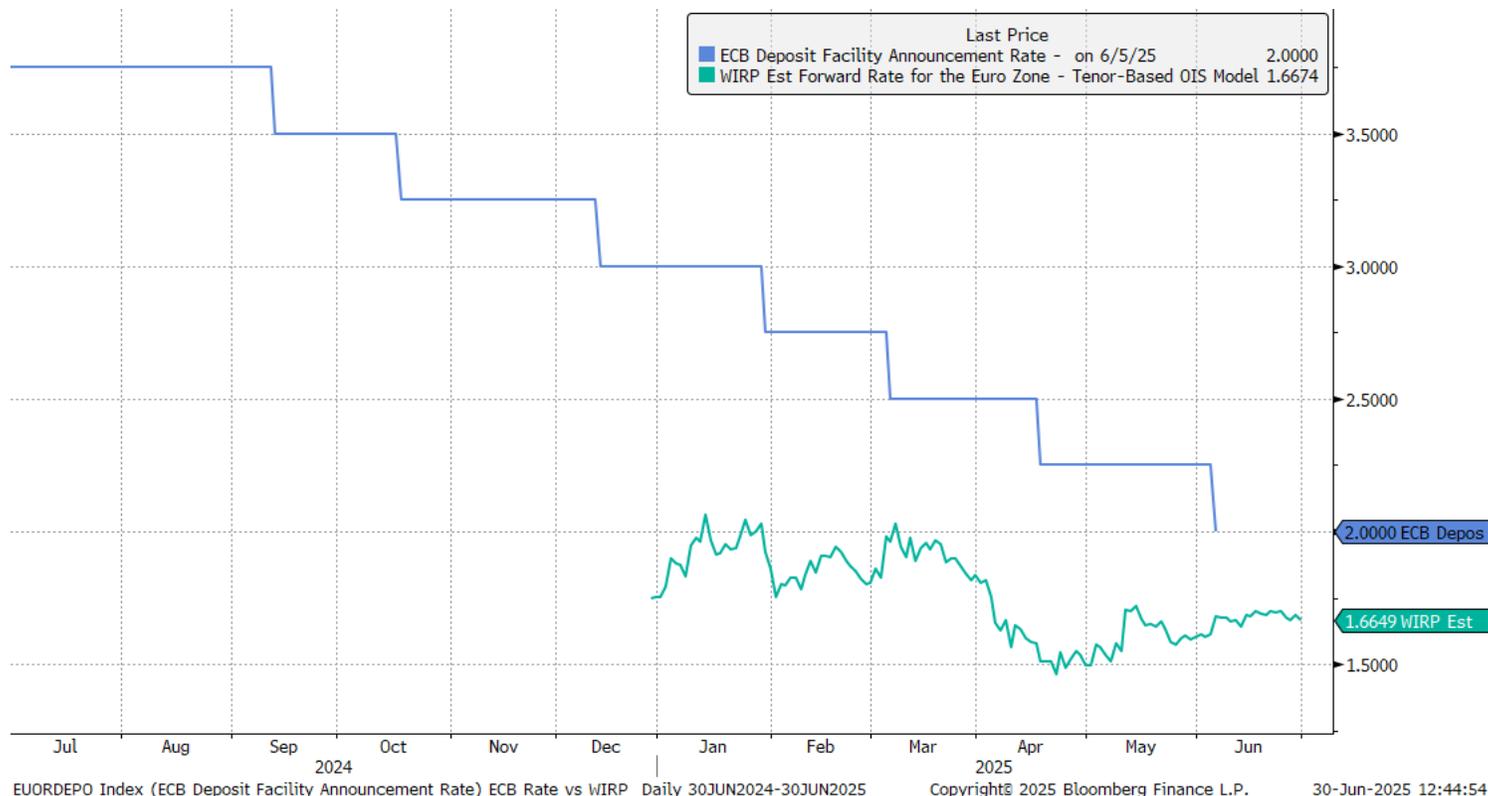
Las cifras de un acuerdo histórico

- › Compromiso de un objetivo de gasto en defensa del 3,5% del PIB, más un 1,5% adicional en inversiones relacionadas (ciberseguridad, infraestructuras).
- › Existe una fuerte disparidad entre las partidas de gasto, que deberá ser corregida con una estrategia común.
- › El escaso margen fiscal de algunos países puede llevar a la vía de cumplir los objetivos de capacidad, no de gasto sobre PIB.
- › Se estima una inversión de \$2,3 billones hasta 2035 para alcanzar el 3,5% del PIB, un impulso fiscal significativo en Europa.

Europa

El BCE mantiene una bajada en la recámara

Tipo de interés del BCE vs Tipo de interés implícito a diciembre 2025



Bajada adicional con entorno favorable de inflación

- > El BCE cuenta con amplia flexibilidad en estos momentos para gestionar los riesgos globales.
- > Un repunte de la inflación vía precios del petróleo o tarifas pondrían fin al proceso de bajadas.
- > Vemos el tipo neutral en el 1,75% por lo que creemos habrá otra bajada antes de finales de año.

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Iberia

Impacto contenido de la guerra comercial

Estimación crecimiento PIB & IPC en 2025 (España)

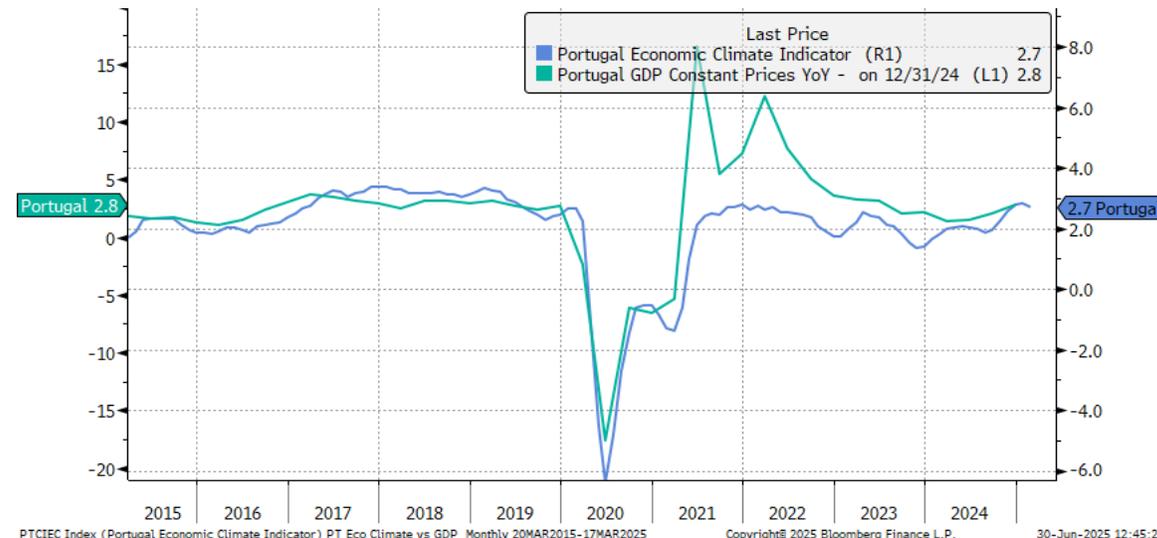


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ España

- › Crecimiento esperado del 2,4% en 2025, pendientes del impacto final de aranceles.
- › Se mantienen las dudas sobre el equilibrio fiscal, con una trayectoria de la deuda/PIB estable en el 100% sin medidas correctoras.
- › 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, todavía con amplio margen de corrección en función de los aranceles.
- › El sentimiento del sector servicios se recupera en junio mientras manufacturas continúa lastrado por la guerra comercial.
- › Inflación esperada del 2,0 % en 2025, ya alineada con el objetivo del Banco Central Europeo.

Europa

Comprometidos con el gasto fiscal y sin acuerdo comercial

Durante la cumbre de la OTAN, Europa le ofrecía una noticia positiva al presidente Trump al comprometerse a destinar un 5% del PIB a gasto en defensa. No obstante, al analizar los detalles, se observa que solo un 3,5% corresponde a gasto militar directo, mientras que el 1,5% restante se destina a inversiones relacionadas de manera indirecta a partidas como infraestructuras o ciberseguridad. Además, no todos los países cumplen con este compromiso; España, por ejemplo, anunció que alcanzará únicamente un 2,1%, lo que podría incentivar a otras naciones que aún no han definido su posición a minorar también sus planes fiscales y de financiación. Con todo, parece que el plan fiscal es un impulso importante para la Eurozona, para la que se hacen necesarios catalizadores que impulsen la actividad tan lastrada que llevamos viendo desde varios trimestres con deterioros especialmente llamativos en países como Alemania o Francia, tanto por el componente manufacturero como el de servicios que no terminan de repuntar.

A pesar de los detalles y cierto ruido por parte de algunos países, la noticia era recibida en general desde Estados Unidos con tono optimista, una señal necesaria para la Eurozona, ya que no cuenta con una relación del todo óptima con la Casa Blanca, debido al estancamiento generalizado en las

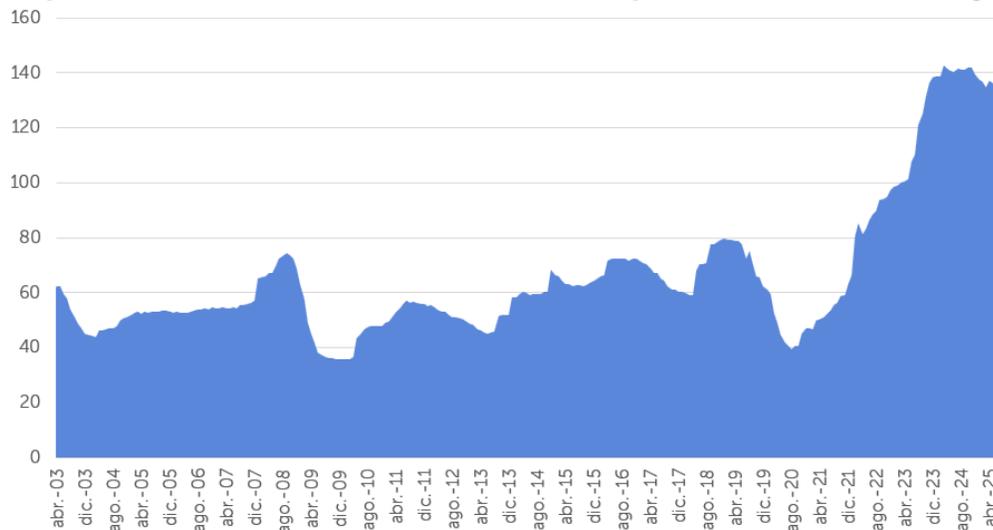
negociaciones comerciales, que hasta la fecha han mostrado poco progreso. La tregua arancelaria expiraba el pasado 9 de julio, junto con la tarifa temporal del 10%. Tras ello, volvían las amenazas cartas y subidas arancelarias a diversos países que incluían algunos socios comerciales por lo que será esencial el acuerdo al que lleguen ambas regiones y asegurar que no escala el conflicto comercial para no ver impactos en el crecimiento que estimamos para finales de año (0,9%).

En cuanto a los precios, las posibles presiones inflacionistas podrían venir derivadas de repuntes en los precios de la energía —especialmente del petróleo— así como provocados por una escalada en la guerra comercial entre Estados Unidos y Europa con más subidas arancelarias en caso de no llegar a un acuerdo. Consideramos que el BCE dispone de un margen adicional de 25 puntos básicos que podría dejar de usar en este escenario más negativo de precios, frenando el ritmo de recortes para contener una posible segunda oleada en inflación.

Emergentes

China lanza estímulos

Capacidad de Política Monetaria de EM (Tipos Base vs. Inflación agregada)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

China- IPC vs. PPI (% interanual)



CNCPIYOY Index (China CPI YoY) CN CPI vs PPI Monthly 31JAN2004-19JUN2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 19-Jun-2025 14:48:36

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Emergentes

- › Avance en negociaciones en Vietnam con un acuerdo cerrado, India cerca de cerrarse y estancamiento en Japón poniendo en riesgo sectores importantes como el automóvil.
- › La reestructuración de cadenas de suministro impulsa el crecimiento y la resiliencia en mercados emergentes clave.
- › Un dólar más débil y la posibilidad de bajar tipos antes que EEUU hace los activos en emergentes atractivos para inversores.

+ China

- › Crecimiento esperado del 4,4% en 2025, recortado tras la escalada arancelaria y lejos del objetivo del gobierno del 5%.
- › El impacto arancelario en China persiste, proyectándose una divergencia estratégica con EE.UU., especialmente en tecnología.
- › Inflación esperada del 0,2% en 2025. Se requieren más acciones para combatir la deflación y estabilizar el sector inmobiliario, vitales para la confianza.

Emergentes

Entre el riesgo y la oportunidad

Tras el fuerte ruido generado con la escalada de las tensiones comerciales con EEUU, China parece haber pasado a un segundo plano tras la firma del marco de cooperación entre ambos países, que servirá de base para desarrollar las futuras relaciones bilaterales al mismo tiempo que da una tregua a un conflicto comercial que se había vuelto insostenible. A pesar del acuerdo y el hecho de que el mercado haya dejado de prestar atención, el impacto de los aranceles sobre la economía china sigue siendo significativo. Creemos que esta firma tan solo ralentiza el desacople de ambos países, pero las trayectorias divergentes se mantendrán a largo plazo, especialmente en determinados sectores como el tecnológico.

Como venimos repitiendo desde hace meses, las autoridades chinas deberán aplicar medidas adicionales de estímulo si finalmente quieren romper la espiral deflacionista en la que se encuentra la economía. Las medidas aplicadas hasta ahora, efectivas para estabilizar la situación, no son suficientes para resolver el problema de la crisis inmobiliaria. Los incentivos al consumo han sido efectivos, como hemos visto en el mes de mayo, pero de no mantenerse se convertirán en un hecho puntual, en el que los consumidores volverán a la actitud cauta de los trimestres previos.

Más allá de China, en el universo emergente nos encontramos con países en una posición única para beneficiarse del nuevo orden económico fruto del reseteo en las cadenas de suministro globales. La tendencia secular de la desglobalización es un hecho y está provocando que países como India, Indonesia o Vietnam puedan ser los principales beneficiados de este cambio. Precisamente sobre la India, destaca su fuerte demanda interna y su menor dependencia del comercio global, lo cual la aísla parcialmente de la volatilidad que hemos visto. Iniciativas como "Make in India" están impulsando sectores como la defensa, la tecnología y los bienes de consumo.

A estos elementos se suman vientos de cola más generales, como un dólar estadounidense más débil y la capacidad de los bancos centrales emergentes para relajar su política monetaria antes y con más intensidad que la Reserva Federal.

ABANCA House View

Escenarios

- Negativo

30% Estanflación global

- › Proteccionismo y guerra arancelaria total incrementa los precios y frena el comercio.
- › 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 debido a los aranceles y la política 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.

Ciclo Global

Estimaciones consenso

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

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

Tipo de interés de depósito BCE vs Bono alemán 5 años



Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Prima de riesgo por plazo- Bono EEUU 10 años



ACMTP10 Index (Adrian Crump & Moench 10 Year Treasury Term Premium) US 10Y Term Premia Monthly 04JAN1994-01JUL2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

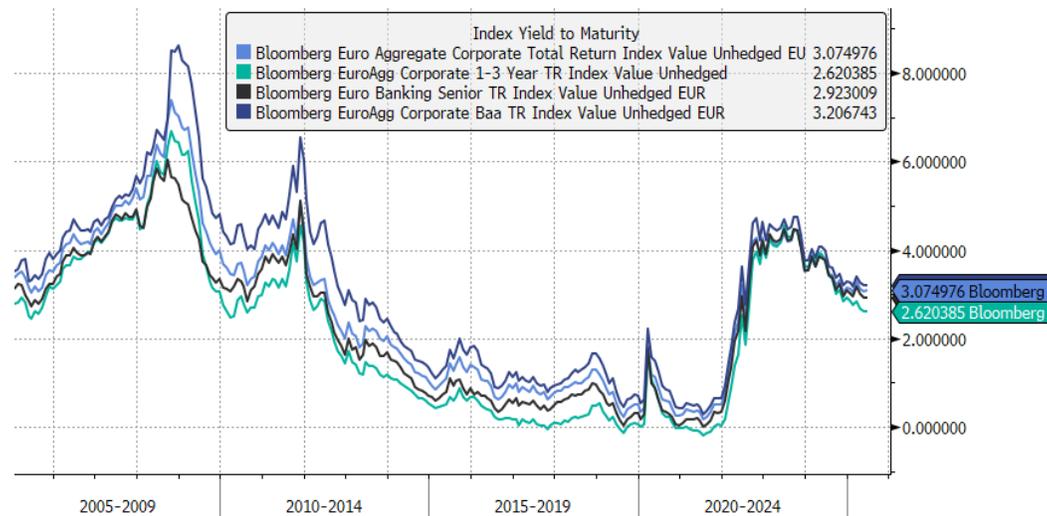
+ Renta Fija

- › Mantenemos la duración en Neutral, ante un entorno de estabilidad en tipos de interés que se ha mantenido a pesar de los titulares macro.
- › En Europa, preferencia por emisores core, especialmente Alemania y Francia en el tramo de 5 años donde encontramos un equilibrio atractivo entre riesgo de duración y prima por plazo.
- › En EEUU, preferencia por el tramo corto (2 años) donde vemos una asimetría favorable, con un tipo de interés anclado por la política monetaria de la Fed y menor riesgo fiscal frente a los tramos largos, donde el desequilibrio presupuestario podría presionar las primas por plazo.

Renta Fija

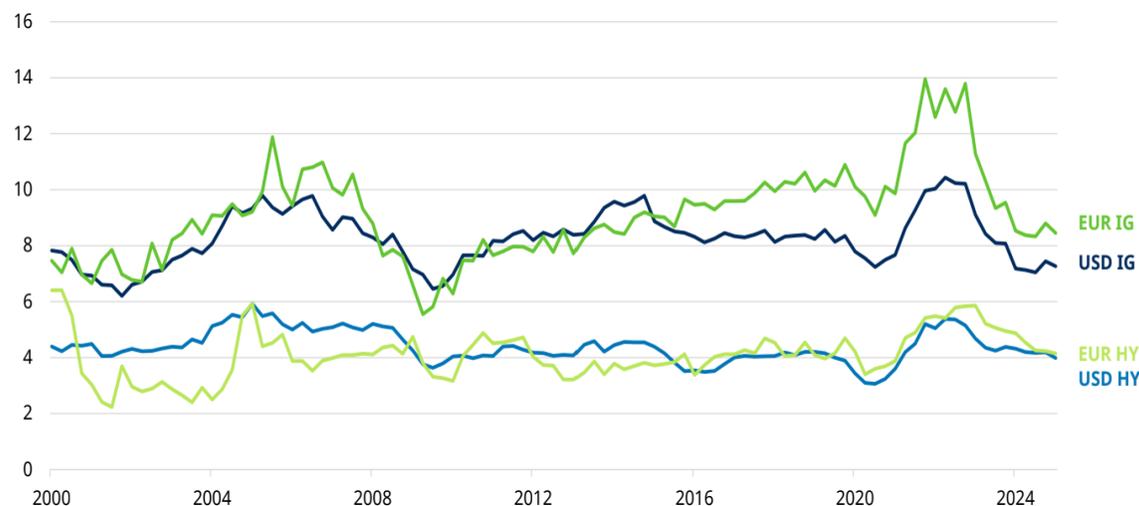
El crédito mantiene su fortaleza y atractivo

Tipo de interés segmentos de crédito de alta calidad EUR



LECPTREU Index (Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU) EUR IG Yields Monthly 183AN2005-19JUN2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 19-Jun-2025 14:44:42
 Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Ratio de cobertura de intereses mercado de crédito (EUR & USD)



Fuente: Schroders.

+ Crédito

- › Neutral crédito de alta calidad. Los diferenciales estrechos se justifican por unos sólidos fundamentales y un tipo de interés atractivo, por encima del 3%. Preferencia por activos financieros Senior y Subordinados.
- › Neutral en activos de baja calidad crediticia. A pesar de diferenciales estrechos, el activo sigue presentando una atractiva oportunidad de generación de cupón para las carteras en un escenario central donde se evita la recesión. Tipo de interés del 5,5% en EUR.
- › Neutral- en Deuda Emergente. Debido principalmente a valoración poco atractiva con respecto a su historia y frente a otros segmentos de crédito de beta alta, donde vemos mayores oportunidades.

Renta Fija

Las primas por plazo despiertan

El mercado de renta fija ofrece en estos momentos una variedad de oportunidades relativamente amplia. Comenzando por unos tipos de interés que siguen ofreciendo una potencial rentabilidad esperada atractiva en términos históricos. El efecto positivo de estos niveles de interés se observa en la evolución de la renta fija europea en este 2025, que sube un 0,9% a pesar de que los tipos de interés se sitúan en los mismo niveles de comienzos de año. He aquí uno de los beneficios actuales de la renta fija: no son necesarias bajadas de tipos de interés para generar rentabilidades positivas, el mero paso del tiempo y el cobro de los cupones permiten generar rentabilidades favorables en el activo.

Adicionalmente a este factor, el empinamiento de las curvas de tipos de interés comienza a cambiar el escenario respecto a los dos últimos años. Si a finales de 2023 el diferencial entre los tipos de interés de gobiernos europeos a corto plazo (1-3 años) y largo plazo (+10 años) era de apenas 50pb, en estos momentos el spread se sitúa en 150pb. Si bien hay que tener en cuenta consideraciones adicionales, como la situación fiscal de los gobiernos y el contexto de inflación más persistente, que nos hace ser especialmente cautos con los tramos largos de las curvas; creemos que existe valor en la zona media

de las curvas, en los tramos de 5 años. En este punto encontramos un tipo de interés atractivo, una prima extra frente al monetario y un riesgo de duración contenido al estar bajo la influencia de la política monetaria.

Respecto al mercado de crédito, nuestra visión constructiva sobre los fundamentales de las compañías, donde la tasa de impagos continúa por debajo de su media histórica; se ve equilibrada por unos diferenciales por debajo de la media histórica, creando una visión balanceada sobre el activo. Incluso en un escenario de reversión a la media histórica de los diferenciales, tanto el crédito europeo de alta calidad como el de alto rendimiento cuentan con margen de seguridad suficiente para generar rendimientos positivos en un horizonte de 12 meses.

En un mercado que ha permanecido excepcionalmente calmado en los últimos meses, nos descartamos episodios de volatilidad en el corto plazo, donde será importante separar el ruido de corto plazo y las ampliaciones de diferenciales, de los fundamentales y capacidad de recuperación del activo.

Renta Variable

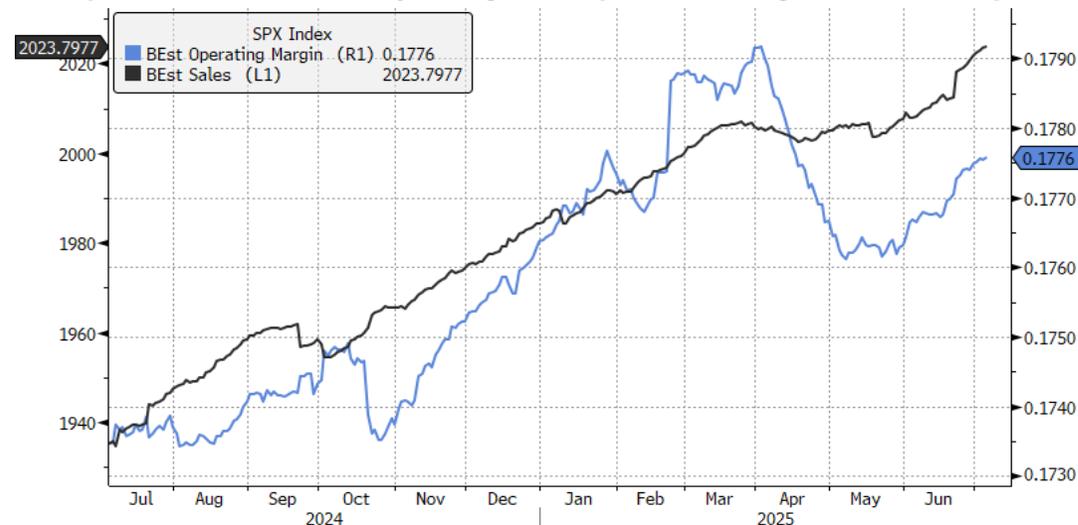
Valoraciones al alza, selección en las carteras

Múltiplo PER de valoración S&P500 vs. Media y desviación típica



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Expectativas de ventas y márgenes operativos según consenso para S&P500



SPX Index (S&P 500 INDEX) Estimacion ventas y marg Daily 04JUL2024-04JUL2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 04-Jul-2025 13:59:10
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

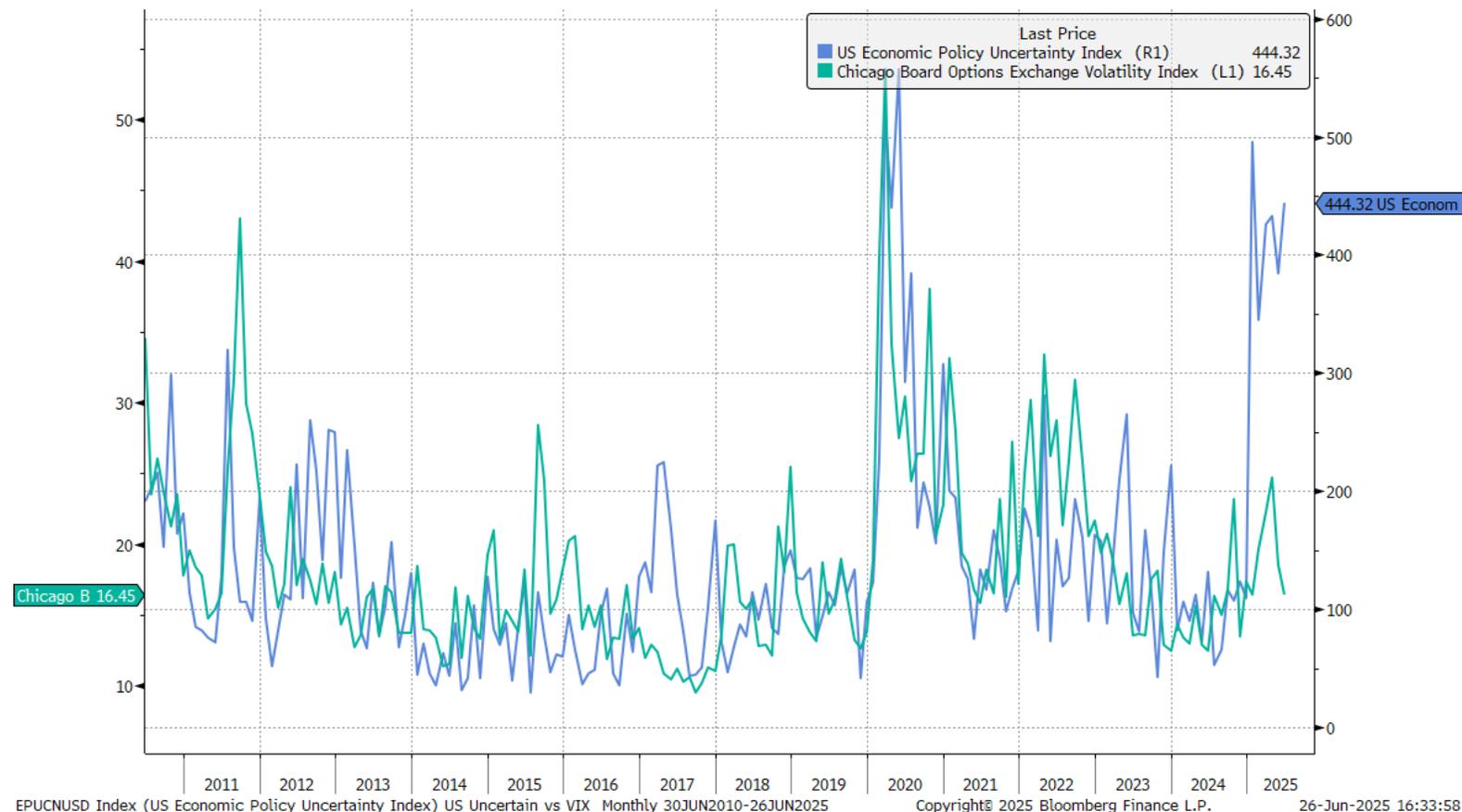
+ Renta Variable

- › 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, más de 2 desviaciones típicas por encima de su media histórica en EEUU. Fundamentales fuertes de las compañías, pero valoraciones que descuentan escenarios que dejan poco margen para la decepción.
- › Oportunidades que surgen del ruido en sectores como salud, con importantes barreras de entrada; demanda estructuralmente resiliente y en crecimiento y necesidad de innovación que hacen de las valoraciones actuales una oportunidad de inversión.

Renta Variable

El mercado permanece tranquilo a pesar de la incertidumbre económica

Índice de incertidumbre política EEUU vs volatilidad implícita del mercado (VIX)



Fuente: ABANCA.

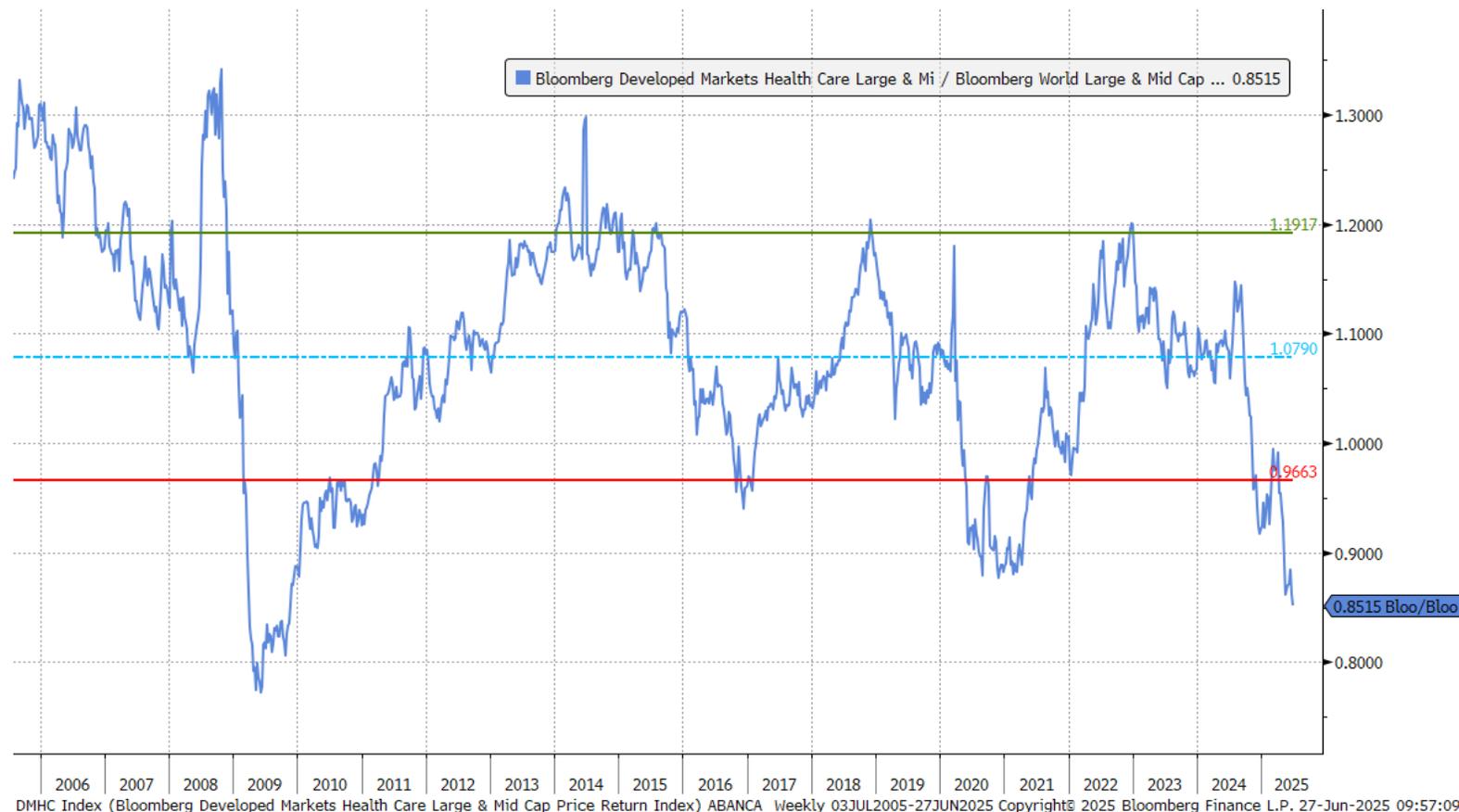
Divergencia entre macro y bolsas

- > Tras el 'shock' del Liberation Day, las bolsas han ignorado el ruido macroeconómico y geopolítico.
- > Los sólidos fundamentales de las compañías y los buenos resultados del 1T25 apoyan esta calma.
- > El mercado aprende a convivir con la Administración Trump, centrándose en el fondo y no en las formas.

Renta Variable

El sector salud ofrece el mayor descuento en los últimos 15 años

Relativo ratio PER (Precio/ Beneficios) del sector salud vs mercado global



Fuente: ABANCA.

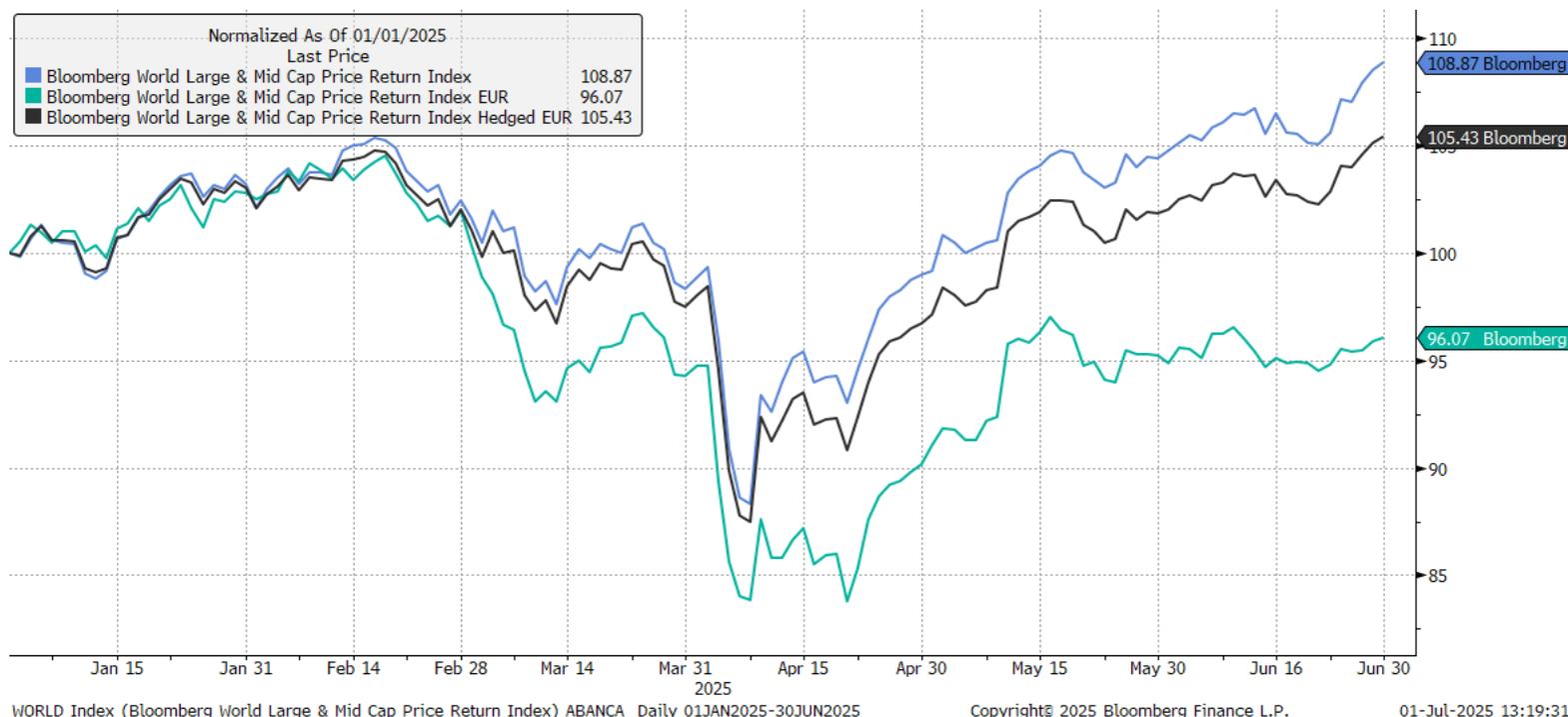
Riesgos a corto plazo y oportunidad a largo plazo

- > El sector salud se ha visto afectado por 2 'shocks' externos: tarifas e intervención de precios en EEUU.
- > El mercado descuenta un escenario excesivamente negativo. Un entorno más moderado permitirá a las compañías seguir operando sin interrupciones.
- > Compañías de alta calidad, elevados márgenes, bajo apalancamiento y altas barreras de entrada.

Renta Variable

De vuelta a máximos históricos (con el permiso de la divisa)

Evolución en 2025 de índices de renta variable globales en USD, EUR & EUR Cubierto



Fuente: ABANCA.

El efecto de la divisa

- › La depreciación del USD está siendo en este 2025 un factor clave en la rentabilidad de la renta variable.
- › La caída del USD está penalizando a los inversores europeos, dado el peso del 63% de EEUU en los índices globales.
- › A largo plazo el efecto divisa tiende a ser residual sobre la rentabilidad total, y los costes de cobertura son elevados.

Renta Variable

Recuperación sin mal de altura

El primer semestre de 2025 pasará a la historia como uno de los más volátiles que se recuerdan, con una rápida del mercado que llegó a superar el -15% desde máximos, para posteriormente recuperar con fuerza un +23% hasta alcanzar nuevos máximos históricos (en USD).

Los fundamentales de las compañías apoyan esta subida. A pesar del ruido arancelario y geopolítico, el impacto en las cuentas de resultados parece por ahora inexistente. Creemos que dicho impacto llegará en mayor o menor medida, pero la calidad actual de algunos segmentos nos hace estar confortables con su capacidad para gestionarlo. En términos de valoración, la recuperación de estos dos últimos meses ha devuelto los múltiplos más de 2 desviaciones típicas por encima de su media histórica en EEUU, con un ratio precio/ beneficios de 22,1x.

En este entorno de mercado seguimos encontrando oportunidades donde el mercado parece no prestar tanta atención. En primer lugar, compañías de factor calidad- dividendo, que combinan la solidez de sus balances y un retorno sobre capital atractivo con una política dividendos creciente. Estas compañías cotizan actualmente en niveles de 15x precio/ beneficios, frente a las 20x del resto del mercado. Otro segmento olvidado por el mercado son las pequeñas compañías, que vienen sufriendo en los últimos años diferentes

vientos de cara que han lastrado su valoración frente a las grandes compañías.

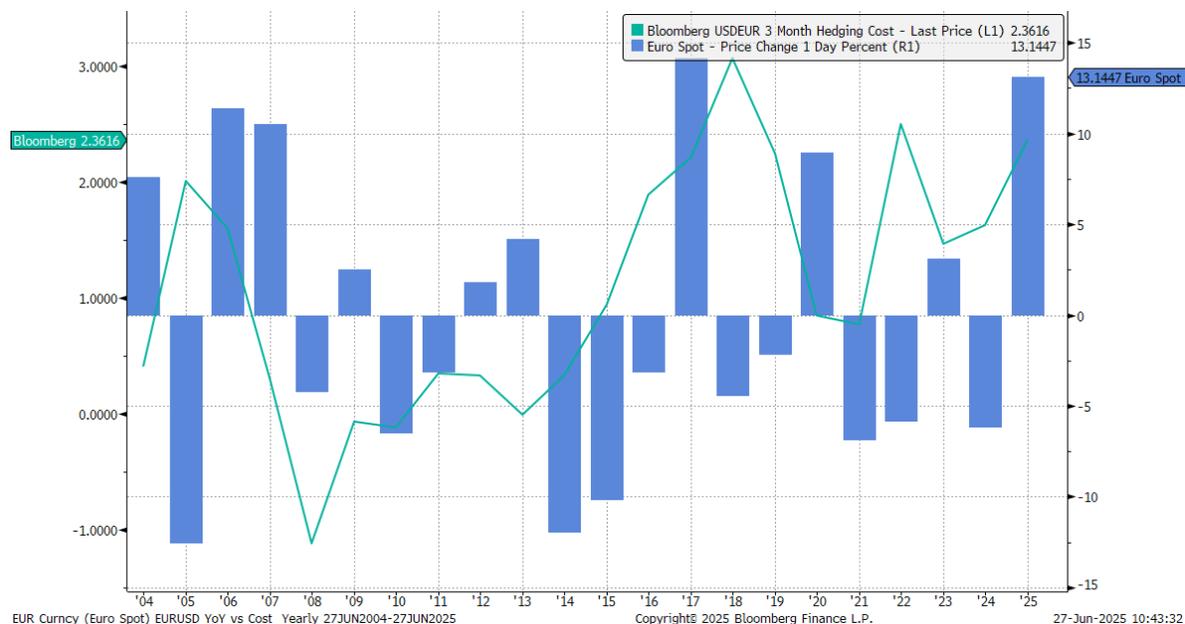
La nueva adición a nuestra lista de ideas de convicción es el sector salud, que se ha visto afectado en los últimos meses por dos frentes negativos: aranceles y la potencial intervención de precios en EEUU. El primer elemento, todavía pendiente de determinar, afectará en mayor medida a las compañías con mayor producción fuera de EEUU. Los compromisos de inversión en EEUU anunciados por muchas de ellas mitigarán el impacto de estas medidas a largo plazo.

El punto más crítico para el sector ahora mismo es la propuesta de intervención de precios de la Administración Trump a través de una Orden Ejecutiva emitida por el presidente. Esta medida ya fue implementada en su anterior legislatura y desestimada en los tribunales. De cualquier manera, creemos que se trata de un sector con fuertes barreras de entrada que protegen su rentabilidad a largo plazo. Además, se beneficia de una demanda estructuralmente resiliente y en crecimiento, así como de una necesidad constante de innovación. Todo ello hace de las valoraciones actuales- con el mayor descuento de los últimos quince años- una oportunidad de inversión para las carteras.

FX

Un año con pocos precedentes

Evolución anual EUR/USD vs coste de cobertura



Fuente: ABANCA, Bloomberg.

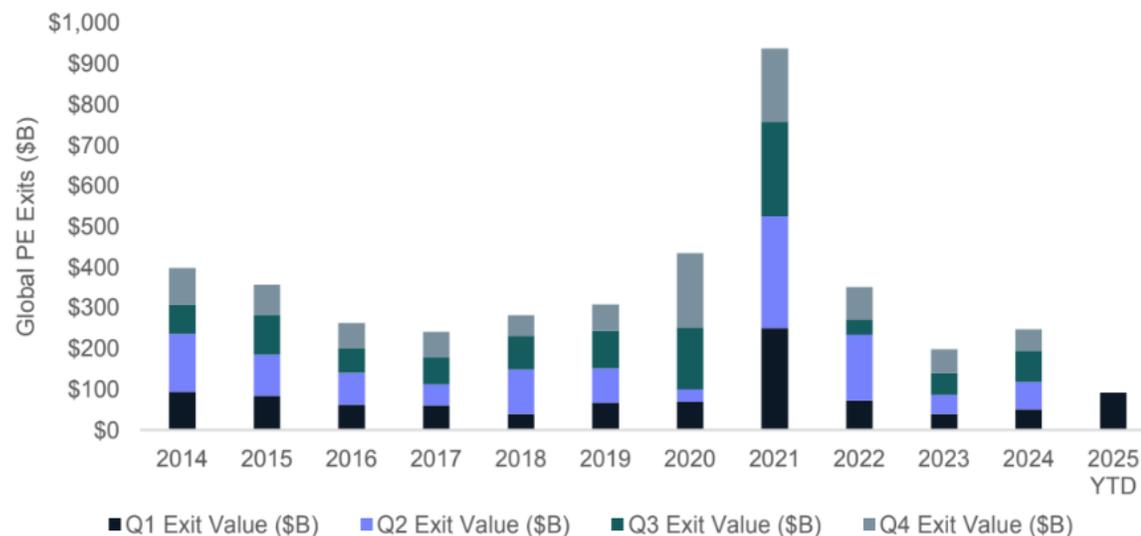
La apreciación del EUR frente al USD en lo que llevamos de 2025 supera ya el +13%, situándose como el segundo mejor año para la divisa común desde 2004. Todo ello en apenas 6 meses, en un movimiento con pocos precedentes si tenemos en cuenta los caminos divergentes de una Reserva Federal que no ha tocado los tipos en lo que llevamos de año, frente al Banco Central Europeo que ha realizado 4 bajadas. Precisamente esta divergencia en la política monetaria ha elevado los costes de cobertura de la divisa hasta uno de los niveles más altos de los últimos años, por encima del 2,3% anual. Decidir cubrir este riesgo supone por tanto una penalización relevante que, en nuestra opinión, y llegados a los niveles actuales en la zona de 1,17, no compensa asumir. Mantenemos por tanto nuestra visión de Neutral sobre el USD, con una filosofía a largo plazo de no cubrir el riesgo divisa en las carteras salvo situaciones extremas, en la cual no nos encontramos.

Con el objetivo de diversificar el riesgo divisa, especialmente ante un potencial escenario negativo de fuertes salidas de capitales de EEUU hacia el resto del mundo; mantenemos en carteras un posicionamiento de Neutral+ sobre el JPY. La divisa nipona mantiene una ligera infravaloración en base al tipo de cambio real efectivo (REER por sus siglas en inglés), además de ser la divisa de fondeo del resto del mundo. Nos parece una de las coberturas macroeconómicas más atractivas en estos momentos.

Alternativos

Diversificación en las fuentes de descorrelación

Volumen de desinversiones fondos de capital riesgo



Fuente: Goldman Sachs.

Los mercados de activos no cotizados siguen dando síntomas de agotamiento en determinados segmentos. Los problemas para ejecutar los planes de salida de las compañías han provocado una brusca caída en las distribuciones de capital de los fondos, desde el 30% del valor en libros hasta el 10%. Esto a su vez está generando un menor reciclaje de capital en el mercado, principalmente por unos inversores institucionales que no están dispuestos a incrementar el capital en el activo si no reciben las distribuciones de los fondos en los que ya se encuentran invertidos. Esta situación está llevando a algunos participantes del mercado a tomar medidas que en algunos casos despiertan ciertas dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, como son los fondos de continuación o la financiación del NAV con la que se incrementa el apalancamiento para repartir dividendos.

Respecto a los alternativos cotizados, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio nos han demostrado la importancia de las valoraciones y la diversificación incluso entre los activos defensivos. Sirva de ejemplo el oro, que acumula una subida en el año del +24,3% en los 6 primeros meses del año; pero que apenas repuntaba un +2,5% en los días de mayor tensión entre Israel e Irán. Por el contrario, el petróleo llegaba a revalorizarse un +23,4% en ese mismo periodo, ofreciendo una mayor descorrelación en las carteras gracias a su valoración inicial más razonable.

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.

