

Octubre 2025

ABANCA House View



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.

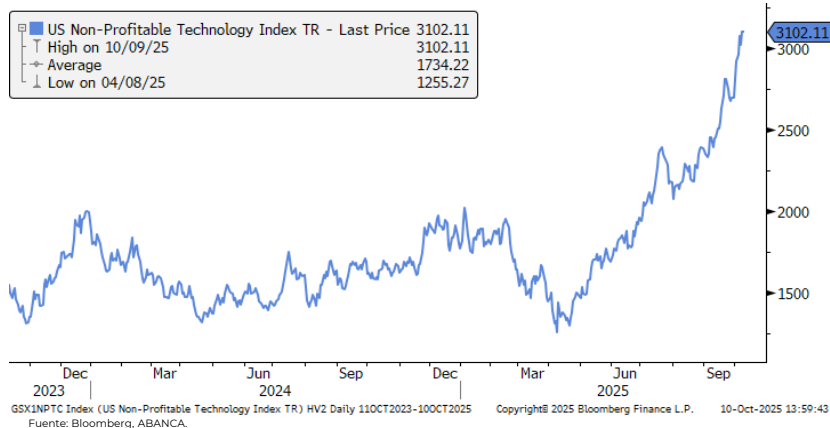
IMPORTANTE: Refiérase al **Aviso Legal** al final de este documento. **Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.**

Signatory of:



//ABANCA
Inversiones

Índice que mide el comportamiento de compañías tecnológicas no rentables en EEUU



Incertidumbre: La nueva normalidad

Septiembre se ha consolidado como otro mes en el que los inversores navegan en un entorno de incertidumbre persistente. Los conflictos geopolíticos, desde la prolongada guerra entre Rusia y Ucrania hasta las complejas dinámicas en Israel y Gaza, generan un ruido de fondo que, aunque grave, parece mover cada vez menos los mercados a corto plazo. Esta “nueva normalidad” se extiende al panorama económico, marcado por el proteccionismo creciente y la reestructuración global de las cadenas de suministro.

La era de la globalización y la eficiencia de costes ha quedado atrás justificada por la seguridad nacional en una guerra comercial cada vez más intensa. A este cambio estructural se suma este mes el cierre administrativo del gobierno en Estados que añade falta de visibilidad adicional al mercado. La interrupción de la publicación de datos clave sobre el empleo dificulta la evaluación del ritmo de enfriamiento económico y a su vez devuelve la incertidumbre sobre la senda de política monetaria de la Reserva Federal.

A pesar del contexto objetivamente más complejo—evidenciado por el repunte de activos refugio como el oro, que ha superado los 4.000 dólares por onza en una clara búsqueda de cobertura—, los mercados han mostrado una sorprendente resiliencia. El mes de septiembre de 2025 se ha caracterizado por un notable optimismo en los mercados de renta variable, con bolsas tocando máximos históricos de nuevo impulsados por compañías relacionadas con la Inteligencia Artificial. Esta concentración sectorial está llevando a valoraciones cada vez más elevadas. El desafío en los momentos de gran innovación no reside tanto en las empresas líderes con alto crecimiento, rentabilidad y poder competitivo, sino en aquellas de menor calidad que se ven arrastradas por el entusiasmo general, llevando a pagar precios sin una justificación fundamental equivalente. En este entorno donde la disciplina es esencial, mantenemos nuestros principios, enfocándonos en la identificación del valor, que se distancia actualmente en muchos casos del precio de mercado.

IN
INVERSIÓN
INTELIGENTE

abanca.com

ABANCA HOUSE VIEW

Ciclo

El ciclo global de un vistazo

ABANCA House View

+ EEUU

- › Crecimiento resiliente.
- › Inflación moderada y persistente.
- › La Fed bajo presión.



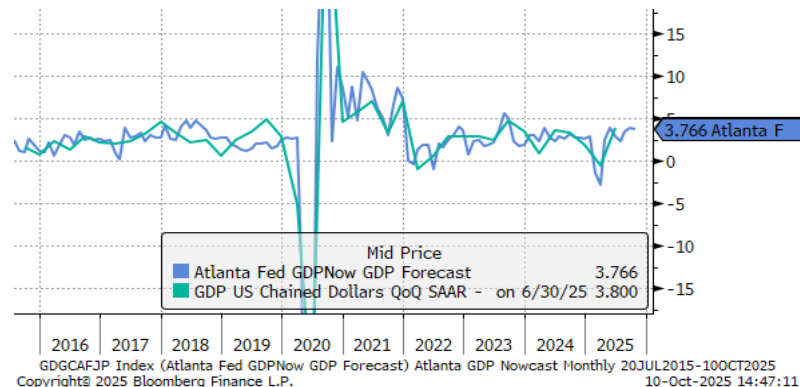
+ Emergentes

- › Estímulos necesarios en China.
- › India se suma al ruido geopolítico.
- › Crecimiento favorable.

+ Europa

- › Recuperación postpuesta.
- › Ruido político.
- › Política monetaria favorable.

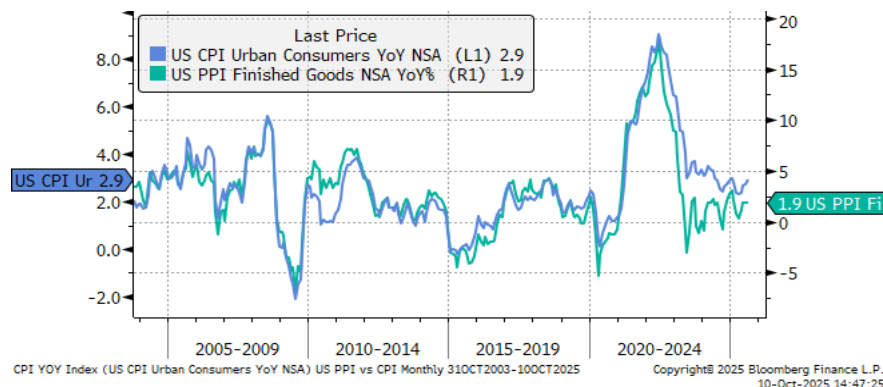
Falta de visibilidad en empleo e inflación persistente

Indicador de crecimiento PIB en tiempo real (Atlanta Fed)

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Estimación de crecimiento del 1,6% en 2025, mostrando la resiliencia e inercia positiva de la economía estadounidense.
- › El cierre administrativo ciega visibilidad sobre datos oficiales. Últimos datos muestran aumento en ofertas de empleo, pero no en contratación.
- › El consumidor continúa impulsando la economía a pesar de la persistencia en precios.

IPC EEUU vs. Precios de producción industrial

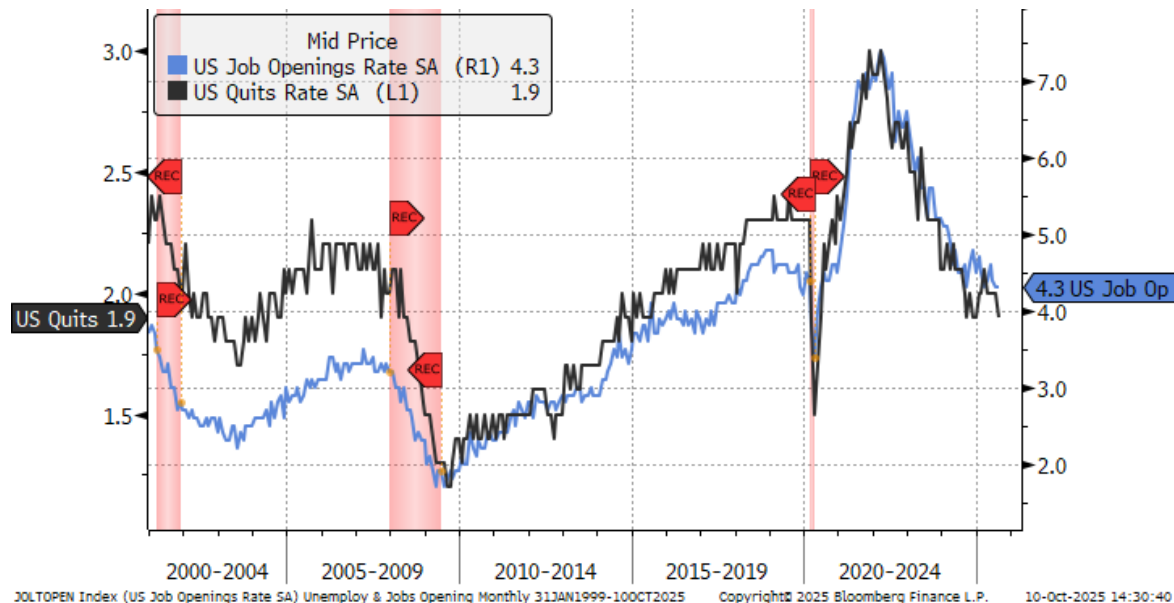
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Inflación

- › Estimación de inflación del 2,8% en 2025.
- › Inflación subyacente lejos del objetivo impulsada por precios en servicios no energéticos difíciles de corregir.
- › Continúa la tendencia bajista en el precio del petróleo que suaviza el impacto de los aranceles.

Últimos datos disponibles de empleo antes del cierre de gobierno

Encuesta de puestos vacantes (JOLTS) y ratio de renuncias



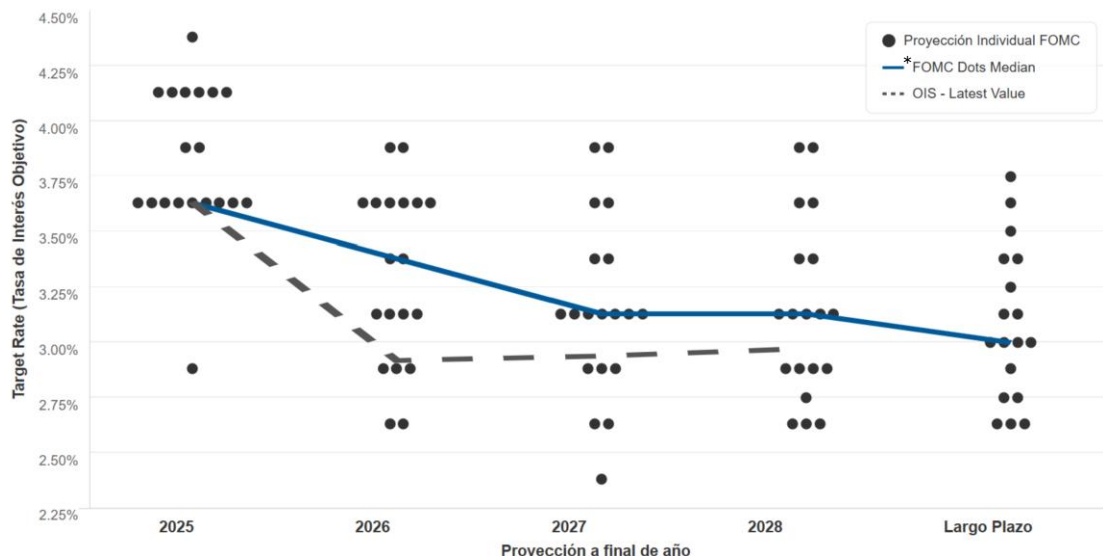
Los datos disponibles muestran estancamiento

- › Aumento en ofertas de empleo, pero no en contratación. Menor rotación, tanto por renuncias como por despidos.
- › Los datos muestran estancamiento en el mercado laboral, pero todavía no destrucción.
- › La falta de datos oficiales nubla la visibilidad sobre el comportamiento del mercado laboral y dificulta la decisión de la Reserva Federal.

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Divergencia de opiniones en la Fed, y la independencia en entredicho

Guía de puntos de la Reserva Federal (Fed) de la reunión de septiembre.



*FOMC: Órgano principal de la Reserva federal

OIS Latest Value: Estimaciones de mercado (Swap de Tasa de Interés)

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Divergencia de opiniones sobre tipos para final de año

- › La guía de puntos de la última reunión muestra la diversidad de opiniones en cuanto a el nivel de tipos para final de 2025. (7 miembros no ven bajada, 2 ven una y 10 ven dos o más)
- › Giro de foco de inflación hacia mercado laboral, pone a la Fed en una encrucijada con falta de datos debido al cierre administrativo.
- › La independencia de los bancos centrales es clave para garantizar la confianza sobre la divisa y la política monetaria de un país.

El cierre administrativo ciega visibilidad sobre el empleo

La economía estadounidense continúa mostrando señales de desaceleración, observada en la debilidad de la demanda tanto en el sector de servicios como en el manufacturero durante septiembre. El foco del mercado sobre el empleo se ha complicado por el cierre administrativo del gobierno el 1 de octubre, que, debido a la falta de acuerdo entre republicanos y demócratas, paralizó las funciones no esenciales, incluyendo la publicación de datos económicos oficiales. Esta interrupción supone una pérdida de visibilidad para los inversores, quienes carecen de información actualizada sobre el crecimiento salarial y la tasa de desempleo, dificultando la evaluación del ritmo de enfriamiento laboral.

Por su parte, el consumidor estadounidense mantiene su resiliencia, con un sólido ritmo de aumento en el gasto, lo que sugiere que el consumo sigue impulsando la economía a pesar de la persistencia en precios. Esta fortaleza se sostiene, en parte, porque las empresas han absorbido hasta ahora gran parte del aumento de precios derivado de los aranceles, sin embargo, será esencial seguir de cerca su comportamiento cuando las compañías comiencen a trasladar las subidas al producto final.

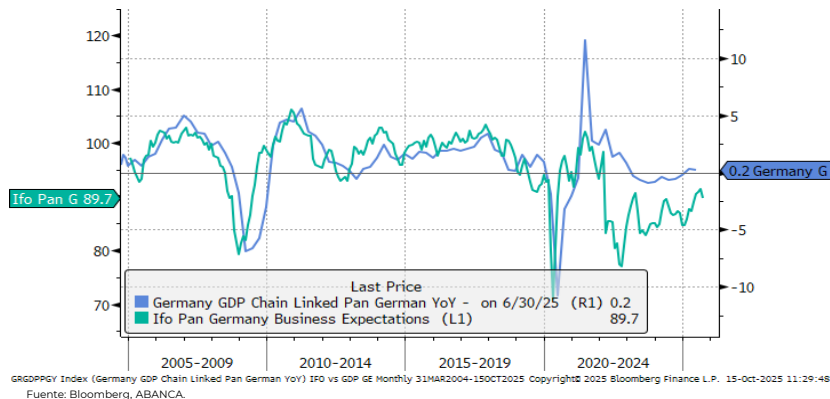
En cuanto a la inflación, persiste la presión en ciertos componentes. El índice PCE subyacente se ha mantenido en un 2,9% interanual, notablemente por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal (Fed). Esta persistencia se debe principalmente a la inflación en los servicios no energéticos, en particular los componentes relacionados con la vivienda (alquileres y rentas equivalentes), mostrando que las presiones de precios podrían ser más prolongadas de lo anticipado.

Respecto a la política monetaria, la Fed retomó su ciclo de bajada de tipos en la reunión de septiembre, mostrando un claro cambio de enfoque, de la inflación al mercado laboral. Sin embargo, la falta de datos por el cierre dificulta también su visibilidad. En la reunión de septiembre existió gran divergencia de opiniones en el dot plot (la guía de puntos sobre la senda de futuras bajadas) dejando abierta la decisión del mes de octubre al comportamiento del empleo y el crecimiento salarial.

Paralelamente, el debate sobre la independencia de la Fed continúa, intensificado por el nombramiento de Stephen Miran como gobernador, el único disidente que votó a favor de una reducción de tasas de un punto porcentual en la reunión. Además, el Tribunal Supremo de EE. UU. ha bloqueado temporalmente el intento del presidente Trump de destituir a la gobernadora Lisa Cook. En esta encrucijada, marcada por el enfriamiento del mercado laboral y la persistencia de los precios, resulta esencial defender la capacidad de la Fed para tomar medidas impopulares a corto plazo, pero necesarias para la sostenibilidad a largo plazo de la economía estadounidense.

Ante el creciente foco de la Fed sobre el enfriamiento del mercado laboral anticipamos una bajada de 25 puntos básicos, continuando con la senda bajista en política monetaria que ha comenzado y la bajada adicional para finales de año dependerá de los datos que se obtengan sobre crecimiento salarial y empleo, así como de la parte más persistente de inflación.

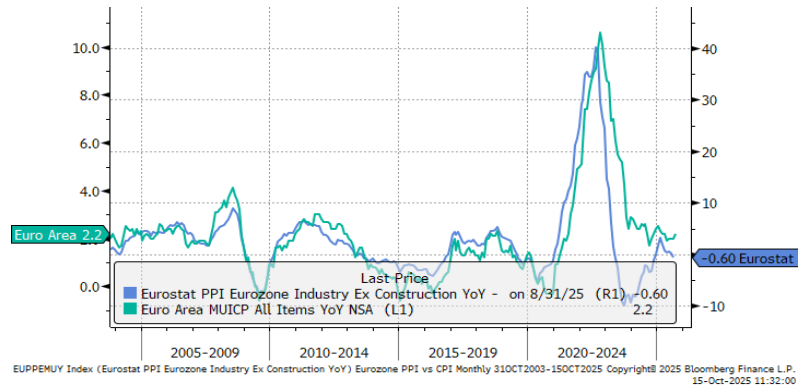
PIB Alemania (%interanual) vs. Encuesta IFO de sentimiento



+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del +1,1% para el conjunto de la Eurozona en el año.
- › Sector manufacturero afectado en países como Alemania y Francia con caídas en la demanda externa. Se empiezan a ver los primeros efectos de los aranceles.
- › A medio plazo, el plan fiscal alemán será el principal catalizador de crecimiento.

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



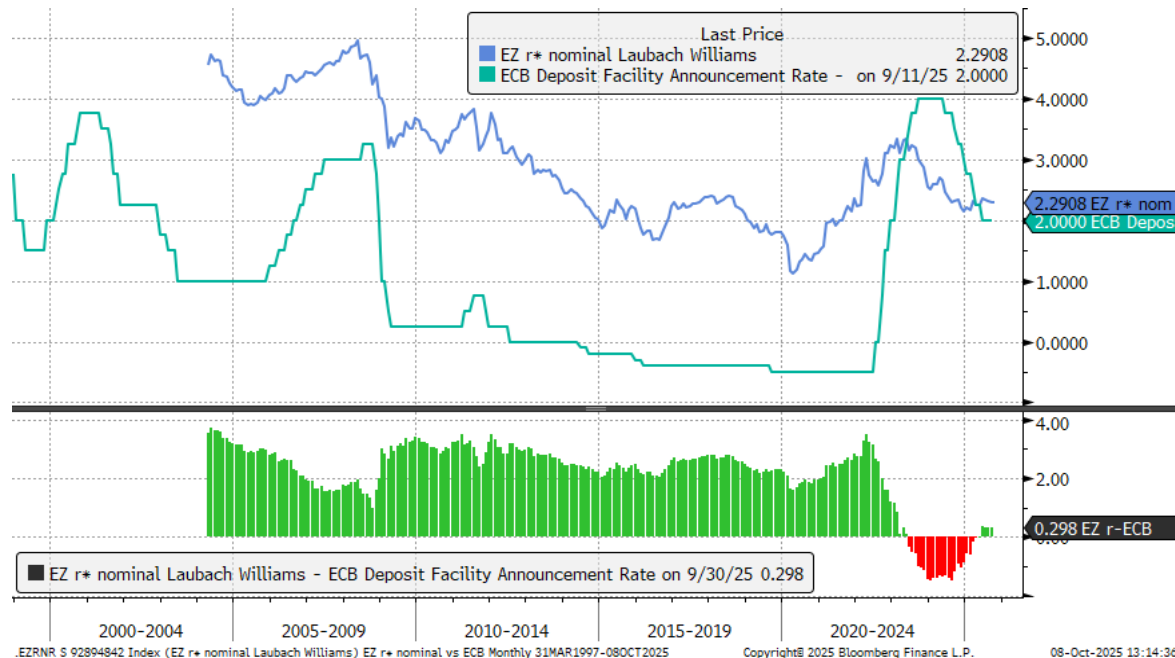
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Inflación

- › Inflación esperada del 2,1% a finales de 2025.
- › Tendencias deflacionistas favorecen que se mantenga el nivel objetivo del 2%. Exceso de oferta por guerra comercial, con la reubicación de producto desde China.
- › La fortaleza del Euro y el precio de la energía contenido dan margen para mantener una política monetaria laxa.

Europa

El BCE con margen de maniobra para ambos escenarios

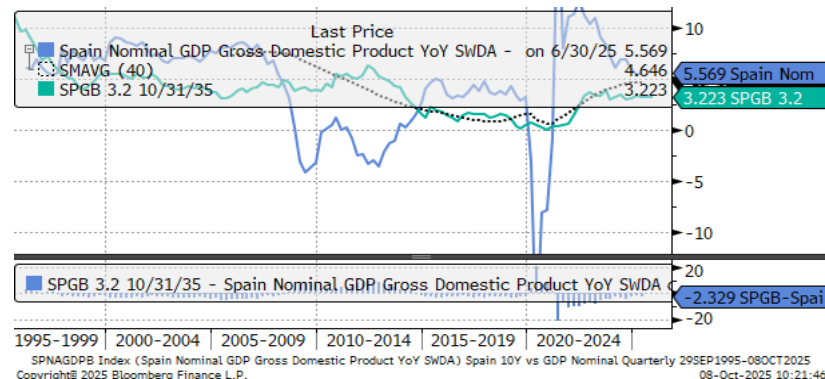
Tipo de interés del BCE vs. Estimación tipo de interés neutral

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

**Sin presiones inflacionistas,
con margen por si hay
deterioro**

- › El escenario para Europa continúa siendo desinflacionista, con niveles de inflación cercanos al objetivo.
- › Un escenario de mayor deterioro en la actividad económica que hiciera necesaria una bajada adicional sería posible hasta el 1,75% aunque no es nuestro escenario central.
- › El BCE tiene margen de maniobra para gestionar riesgos globales.

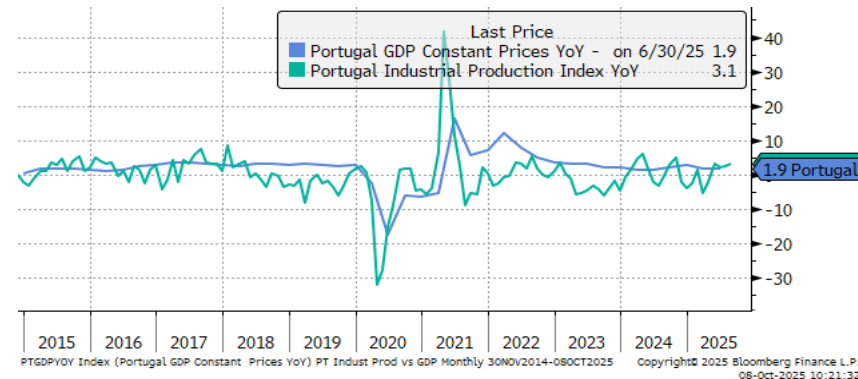
Crecimiento PIB nominal vs. Tipos de interés a 10 años (España)



+ España

- › Crecimiento esperado del 2,5% en 2025, liderando entre las principales economías europeas.
- › El crecimiento demográfico, exportación de servicios y el gasto público han contribuido al crecimiento en el país. La demanda doméstica continúa fuerte.
- › Inflación esperada del 2,5% a finales de 2025. Riesgos de persistencia de la inflación están contenidos.

PIB Portugal (% interanual) vs. Producción Industrial (% interanual)



+ Portugal

- › Crecimiento esperado del 1,8% en 2025, por encima de la media europea.
- › El sector servicios sigue liderando el crecimiento, mientras manufacturas mantiene la senda de recuperación. Se espera una aceleración en consumo privado e inversión.
- › Inflación esperada del 2,2 % en 2025.

Europa

Sin catalizadores para el año, los aranceles comienzan a hacer mella

Los indicadores de actividad económica en Europa continúan sin mostrar signos claros de una recuperación sostenida. En economías clave como la alemana, el sector manufacturero permanece en niveles de contracción. Los datos de producción industrial registraron una caída intermensual del 4,3%, afectando especialmente a las exportaciones debido a la disminución de los envíos a Estados Unidos. El sector automotriz ha sido uno de los más perjudicados. Este deterioro sugiere que, tras el sólido desempeño del primer trimestre —impulsado principalmente por los efectos de anticipación en la acumulación de inventarios—, los aranceles comerciales han comenzado a hacer mella. Observamos que las exportaciones netas y la inversión empresarial están siendo particularmente afectadas, con una demanda externa débil y una alta incertidumbre que pesan de manera significativa sobre la economía de la eurozona.

El principal catalizador que podría mejorar esta situación en los próximos años sigue siendo el estímulo fiscal alemán, factor con el que se espera una recuperación gradual del crecimiento del PIB.

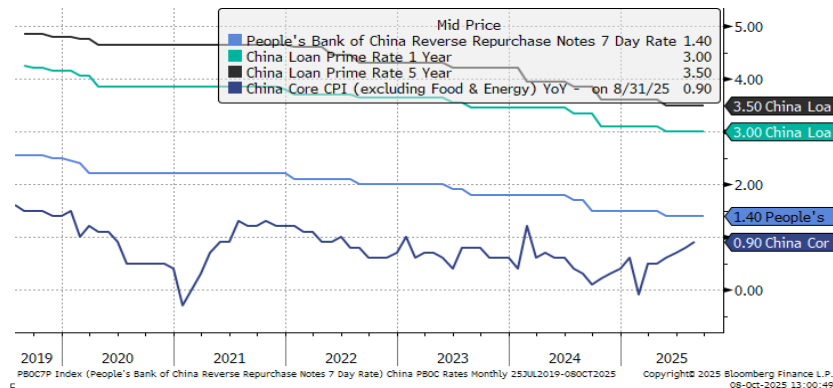
En el frente de la inflación, el último dato reportado mostró un ligero repunte, situándose en torno al 2.1% para el conjunto de la eurozona. Sin embargo, la lectura de la inflación subyacente se mantuvo sin cambios respecto al mes anterior, situándose en el 2.3%. Es importante destacar que la inflación de los servicios se desaceleró a 3.1%, viniendo del 3.2%. La persistencia de la inflación de servicios ha preocupado al BCE (Banco Central Europeo) ya que refleja de manera más directa las presiones internas de costes.

La menor demanda externa, una moneda más fuerte (el euro) y el desvío de productos chinos baratos desde EE. UU. hacia la eurozona favorecen un entorno desinflacionista para los próximos en la Eurozona.

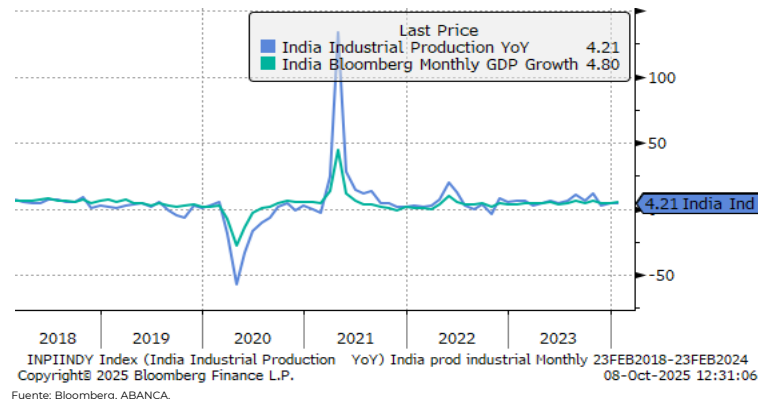
En lo que respecta a la política del BCE, consideramos que el escenario actual es ideal para mantener los tipos de interés en sus niveles actuales, que se alinean con lo que estimamos es el tipo neutral.

No obstante, si se observara un mayor deterioro en la economía y dado que la inflación está controlada, el Banco Central dispondría de margen para una bajada adicional de 25 puntos básicos este año. Si bien esta opción existe, no constituye nuestro escenario central.

China- Tipos de interés para préstamos vs. Inflación subyacente



India- Producción industrial vs. PIB mensual (% interanual)



+ Emergentes

- › Crecimiento esperado del 4,7%. China continúa a la espera de estímulos más contundentes.
- › El comercio exterior se resiente por la guerra arancelaria y el consumo interno continúa deteriorado.
- › Dilema del Banco de China: sopesar el apoyo a la débil demanda interna frente al riesgo de avivar un mercado de valores boyante.

+ India

- › Crecimiento esperado del 6,5% en 2025.
- › El impacto arancelario de EEUU afecta la actividad industrial y la inversión. La reducción de impuestos busca incentivar el consumo interno.
- › Las presiones inflacionarias se mantienen controladas. Escenario con margen para apoyo de política monetaria.

Emergentes

China e India: Desaceleración y el dilema del estímulo

La economía de China continúa mostrando desaceleración, con un deterioro evidente en la demanda que se refleja en sus indicadores de actividad. En el ámbito de la producción, la fuerte acumulación de inventarios de barras de acero durante septiembre es un indicador clave que apunta a una construcción lastrada. Esta debilidad estructural persiste mientras la crisis inmobiliaria continúa sin resolverse. En el área de la demanda, el comercio exterior se ve afectado por las tensiones arancelarias, mientras que el consumo interno se mantiene debilitado, manifestado en caídas en las ventas de automóviles y una desaceleración en las ventas de electrodomésticos, cuyo impulso por subsidios se está desvaneciendo. La economía se encuentra en una fase de contracción generalizada, lo que subraya la necesidad de un mayor apoyo institucional. A pesar de la debilidad de la actividad y la necesidad de estímulo, el Banco Popular de China (PBOC) mantuvo las tasas de interés preferenciales (LPR) sin cambios, una postura que denota cautela. Esta decisión refleja el dilema central del banco: sopesar la débil demanda interna que exige unos estímulos de política monetaria, frente al riesgo de avivar un mercado de valores que durante los últimos meses ha sido boyante. No obstante, consideramos que las autoridades se verán obligadas a implementar medidas de apoyo adicionales, especialmente dirigidas a impulsar el consumo interno, buscando estabilizar el crecimiento sin exacerbar los riesgos financieros.

En cuanto a India, la economía pierde impulso, con el crecimiento desacelerándose al 4.3% interanual en agosto. Esta moderación de la

actividad se debe, en gran medida, al impacto de los aranceles impuestos por Estados Unidos a las exportaciones indias. Inicialmente establecidos en el 25%, fueron duplicados al 50% a partir del 27 de agosto, lo que afectó significativamente la confianza del consumidor y el sentimiento empresarial. La actividad industrial se ha visto resentida, y se espera que la producción se vea más afectada a partir de septiembre al notarse la plena fuerza de estos gravámenes. Esta incertidumbre comercial ya está moldeando las decisiones de inversión, con el índice de gasto de capital cayendo bruscamente al 0.6% interanual en agosto. El consumo interno también se vio contenido, ya que el anuncio gubernamental de un futuro recorte en las tasas del Impuesto a Bienes y Servicios (GST) indujo el retraso de las compras, antes de que estas reducciones entraran en vigor a finales de septiembre para incentivar el gasto interno. No obstante, la economía rural mantuvo la fortaleza, sostenida por el aumento en las ventas de tractores y la mejora en las perspectivas de empleo agrícola. En cuanto a la inflación, se espera que las presiones de precios se mantengan controladas. El banco central anticipa que la inflación promediará por debajo de su rango objetivo en el trimestre actual y el próximo. Este escenario de precios moderados, sumado al impacto de la reducción en las tasas del GST, proporciona un amplio margen para la política monetaria.

- Negativo

20%
Estanflación y desconfianza

- › Proteccionismo comercial y guerra arancelaria a nivel global.
- › Crisis de confianza ligada a instituciones (Reserva Federal) o las cuentas públicas (Francia, EEUU, periferia Europa...)
- › Escalada de conflictos geopolíticos y repunte de materias primas.
- › Crisis inmobiliaria en China se contagia al resto del mundo.
- › 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

65%
Crecimiento sostenido y moderado

- › Polarización entre EEUU-Europa-China, sin ruptura drástica.
- › El impulso fiscal y la política monetaria apoyan el crecimiento frente al impacto negativo de los aranceles.
- › Menor impacto de los aranceles en la inflación global.
- › EEUU mantiene un crecimiento moderado en el 1,6%.
- › Europa continúa el estancamiento en 2025 con la vista puesta en 2026 y el plan fiscal alemán.
- › 2 bajadas de tipos en EEUU hasta el 3,75% en 2025. Sin bajadas adicionales en Europa.

+ Positivo

15%
Reflación

- › Menores tensiones comerciales reducen el impacto arancelario.
- › Reducción de los riesgos geopolíticos.
- › Reajuste del comercio global sin disrupciones permite mantener el crecimiento.
- › Nueva ola de inversión en EEUU y Europa impulsa el crecimiento global.
- › Bajadas adicionales de los bancos centrales apoya el crecimiento.
- › La implementación temprana de la IA genera ganancias de productividad en el corto plazo.

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.

Crisis de confianza

- › En EEUU, salida anticipada de Powell daña la confianza en la independencia de la Fed.
- › El incremento de la deuda pública y los niveles de déficit en las principales economías llevan a una crisis de deuda.
- › Crisis de confianza sobre la moneda lleva a una devaluación acelerada y al reordenamiento del sistema monetario.
- › Fragmentación de las alianzas estratégicas e instituciones supranacionales (Ej: OTAN) a medida que los países priorizan sus propios intereses.

Guerra arancelaria e inflación

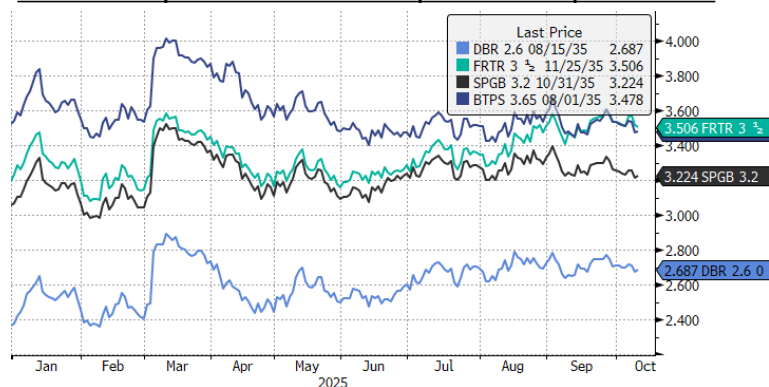
- › Escalada de aranceles a nivel global provoca una recesión del comercio mundial.
- › Imposición de aranceles por parte de EEUU y respuesta por el resto del mundo, incluyendo China y la UE.
- › Deterioro del crecimiento global con inflación más persistente.
- › Impacto en el consumo, menor renta disponible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

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

ABANCA HOUSE VIEW

Asignación de activos

Evolución tipo de interés deuda pública europea 10 años



YN771234 Corp (DBR 2.6 08/15/35) Yields 10Y Govies Daily 31DEC2024-09OCT2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

09-Oct-2025 14:32:06

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Prima de riesgo por plazo- Bono EEUU 10 años



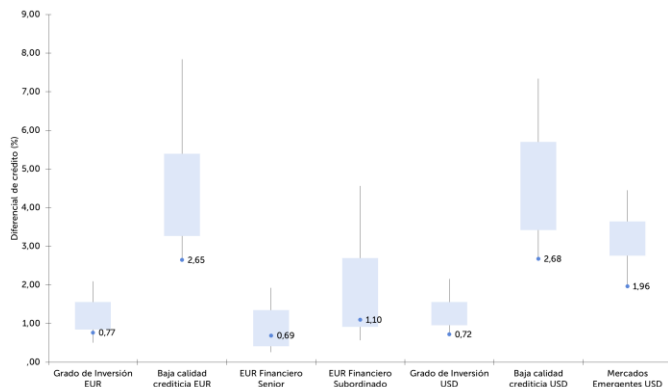
ACHTP10 Index (Adrian Crump & Moench 10 Year Treasury Term Premium) US 10Y Term Premia Monthly 04JAN1994-09OCT2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 09-Oct-2025 14:58:54

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Renta Fija

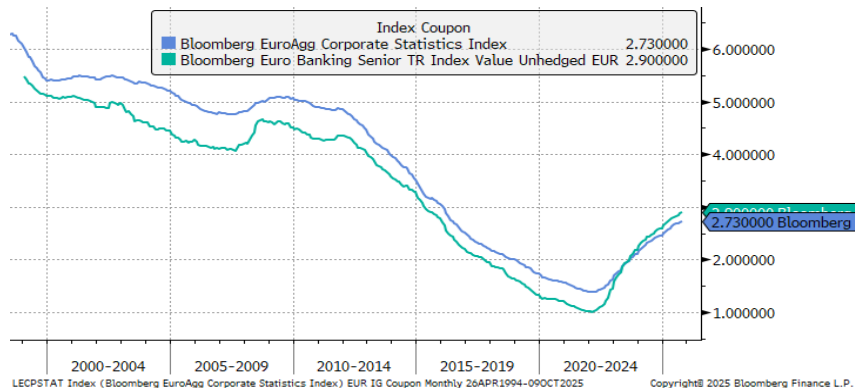
- Posicionamiento Neutral en duración. Valoraciones cercanas a equilibrio, con sesgo a incrementar duración en momentos tácticos para capturar el empinamiento de las curvas.
- En Europa, preferencia por Alemania en el tramo 5 años como fuente de duración de calidad. Mantenemos posición táctica en Francia 5 años ante una prima de riesgo atractiva fruto del ruido político en el país.
- En EEUU, preferencia por el bono 2 años ante su mayor sensibilidad a bajadas de tipos por parte de la Fed y menor volatilidad ante el ruido de independencia de la Fed y la guerra comercial.

Percentiles históricos de diferenciales de crédito (2000-2025)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Coste de financiación del crédito alta calidad vs. Financiero senior (EUR)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crédito

- Positivos en crédito de alta de calidad EUR, buscando diferenciales menos estrechos y niveles de TIR atractivos. Se mantiene la solidez de los fundamentales en los emisores europeos. Atractivo en financieros por diferencial y rentabilidad.
- Posicionamiento Neutral- en segmentos de baja calidad crediticia (High Yield) ante valoraciones ajustadas y niveles de TIR menos atractivos. Neutral- también en deuda emergente por diferenciales estrechos.
- Fundamentales sólidos, no observamos un contexto económico desfavorable para el crédito, pero mantenemos cautela en crédito de menor calidad para evitar riesgos derivados de la guerra arancelaria.

Renta Fija

Poca volatilidad en el mes a excepción de Francia

La deuda soberana mantuvo un tono de relativa calma durante gran parte de septiembre, con la excepción de Francia, cuyos diferenciales se ampliaron significativamente, impulsados por una marcada inestabilidad política y el consecuente nerviosismo inversor. La curva de rendimiento francesa inició el mes con movimientos derivados del voto de confianza, que generó fuertes repuntes en los diferenciales ante la notable falta de visibilidad sobre la composición del gobierno y el riesgo de un bloqueo presupuestario. Esta incertidumbre culminó a inicios de octubre con la dimisión del primer ministro recién nombrado, un evento que reintrodujo la inestabilidad y penalizó de inmediato los bonos de gobierno.

Más allá del ruido político, no percibimos un deterioro fundamental en la capacidad de pago del gobierno francés que justifique la actual prima de riesgo en comparación con países como España o Italia. Por lo tanto, seguimos encontrando atractivo en la curva francesa en el tramo de 5 años, sustentado por una combinación favorable de diferencial y rentabilidad. En Alemania, nuestra preferencia también se sitúa en el tramo de 5 años, a la espera de que mayores repuntes en las curvas nos permitan extender la duración hacia la zona de 7 años. Mantenemos una clara prioridad por la zona “core” en estos tramos medios, mientras que en la periferia europea nuestro posicionamiento favorece el tramo de 2 años para minimizar el riesgo.

En cuanto al crédito, el apetito inversor sigue siendo robusto, con una buena acogida de las emisiones primarias. Mantenemos el posicionamiento de Neutral+ en los activos de alta calidad EUR, donde observamos sólidos fundamentales corporativos, y no se observa

empeoramiento en las métricas de crédito con niveles estables de apalancamiento. Aunque los diferenciales se perciben estrechos, su atractiva rentabilidad absoluta y el respaldo de la calidad crediticia lo posicionan favorablemente frente a otros activos de renta fija.

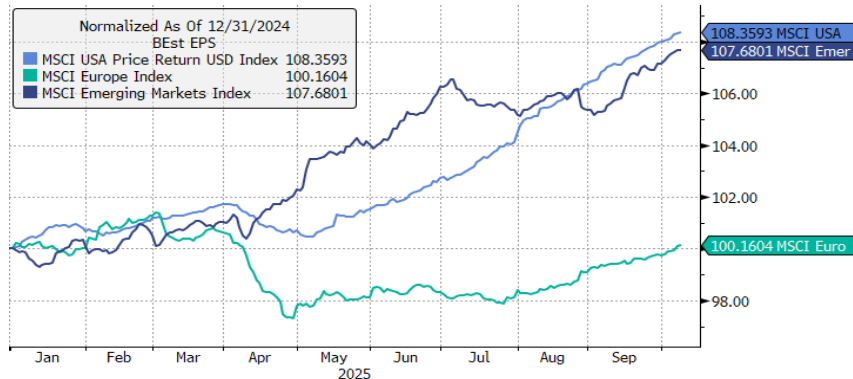
Cabe destacar el excelente comportamiento generalizado del sector financiero y su atractivo en valoración, que nos hacen tener un posicionamiento favorable en el activo.

Por otro lado, mantenemos cautela con respecto a los activos de baja calidad crediticia (High Yield) con posicionamiento de Neutral-. Esta precaución se justifica por los diferenciales históricamente estrechos y la reducción en su rentabilidad respecto a comienzos de año. Aunque no creemos que el contexto económico sea adverso para los activos de crédito, el entorno de guerra comercial incrementa la vulnerabilidad de ciertos emisores con peores métricas crediticias, lo que nos hace reticentes a pagar precios elevados en estos segmentos. De igual manera, mantenemos el Neutral- en Deuda Emergente, ya que los diferenciales de crédito se encuentran en mínimos históricos y el efecto positivo de la esperada bajada de tipos en EE. UU. ya está ampliamente descontado en las valoraciones actuales.

Renta Variable

Oportunidades de valor fuera de la concentración

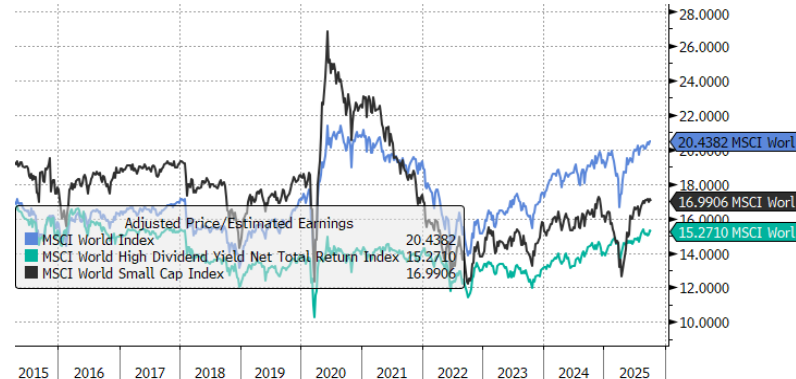
Estimación Beneficio por acción por geografía (Base 100)



MXUS Index (MSCI USA Price Return USD Index) CicloGL- EPS 12M Fwd Daily 31DEC2024-09OCT2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 09-Oct-2025 15:05:50

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Ratio PER RV Global vs. factor dividendo y pequeñas compañías



MXWO Index (MSCI World Index) PE MXWO vs Others Weekly 07APR2015-09OCT2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 09-Oct-2025 11:31:12

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

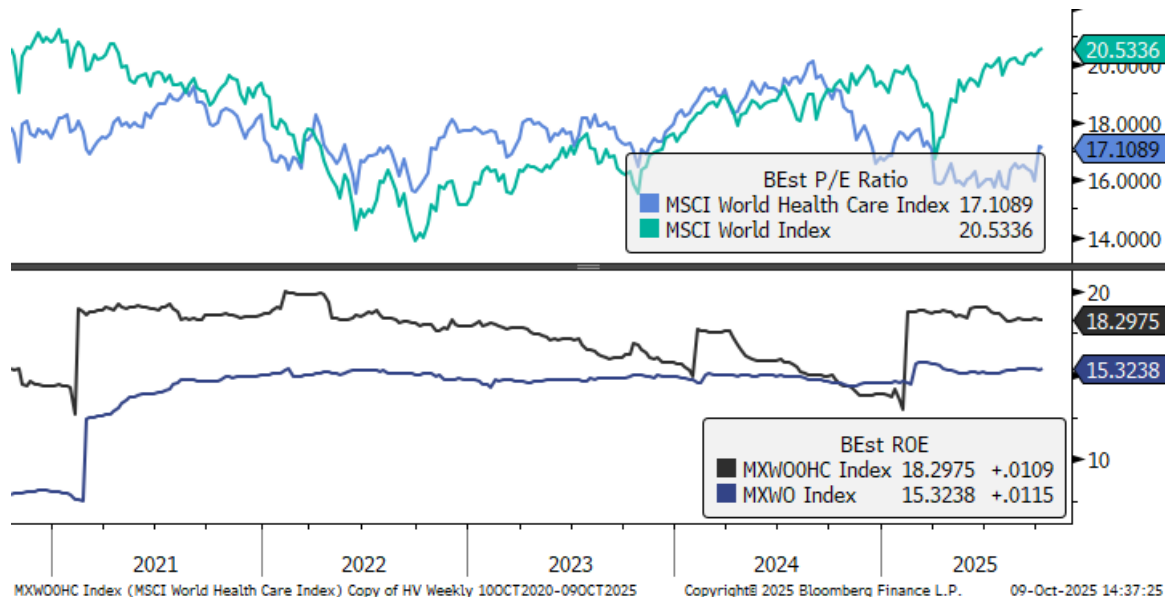
+ Renta Variable

- › Mantenemos posicionamiento Neutral y selectiva en el activo, con cautela frente a la concentración del mercado en determinados sectores y valoraciones ajustadas que limitan el margen de error.
- › Aprovechamos las oportunidades que surgen fuera del foco principal, invirtiendo en negocios estables que cotizan a múltiplos razonables. Priorizamos compañías con sólida generación de caja recurrente y un historial predecible de pago de dividendos.
- › Positivos en el sector Salud debido a la calidad y una demanda estructuralmente creciente en el sector desde valoraciones previamente penalizadas. Positivos también en pequeñas compañías, que mantienen el diferencial en valoración con respecto a las de gran capitalización.

Renta Variable

Sector Salud, fundamentales sólidos y valoración atractiva

Gráfico Arriba: Ratio PER RV global vs. Sector Salud- Abajo: Rentabilidad ROE RV global vs. Sector Salud



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

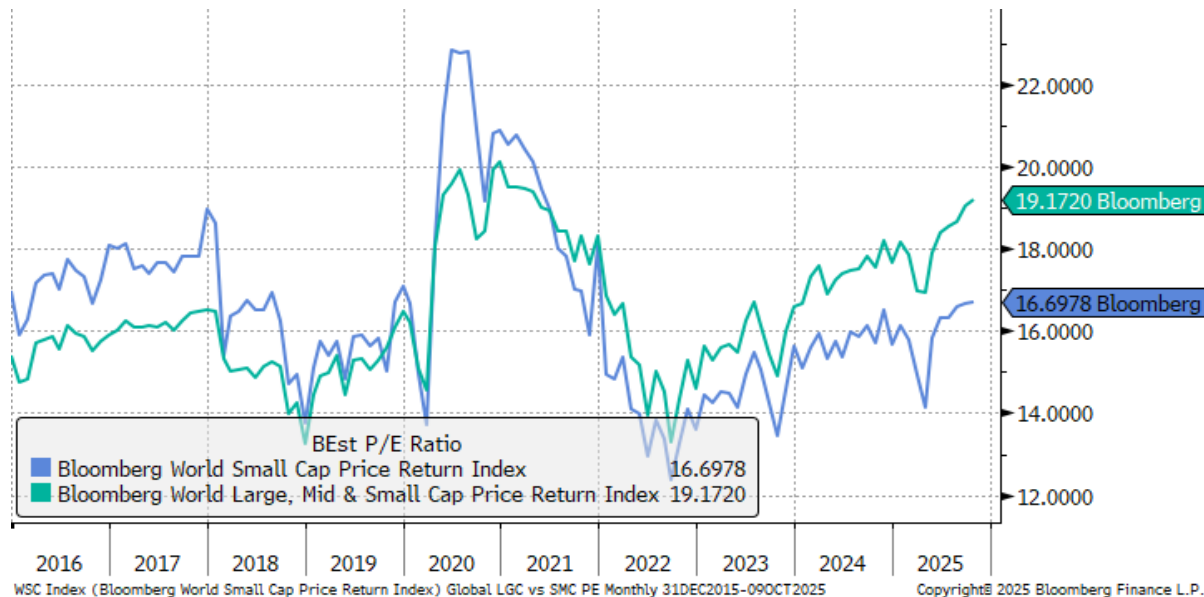
Momento positivo

- › El sector salud tiene importantes ventajas competitivas, barreras de entrada y demanda estructuralmente creciente.
- › Ha sido castigado por la guerra arancelaria, aunque gran parte de las compañías han anunciado inversiones en EEUU que mitigan parte de su impacto.
- › A pesar de la volatilidad a corto plazo, consideramos que este sector presenta una oportunidad al ofrecer altas rentabilidades a múltiplos atractivos.

Renta Variable

Las pequeñas compañías continúan siendo oportunidad

Ratio Precio/Beneficio (PER) Grandes y Medianas compañías globales vs. Pequeña capitalización



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Negocios atractivos por valoración

- › Las valoraciones de las pequeñas compañías siguen ofreciendo oportunidad frente a las de gran capitalización
- › La menor escala les facilita el acceso a nichos de mercado especializados, donde establecen liderazgos sólidos que garantizan márgenes operativos atractivos.
- › El boom de la IA ha concentrado excesivamente el mercado, desviando el capital de sectores con rentabilidad atractiva.

Renta Variable

El boom de la IA lleva a nuevos máximos

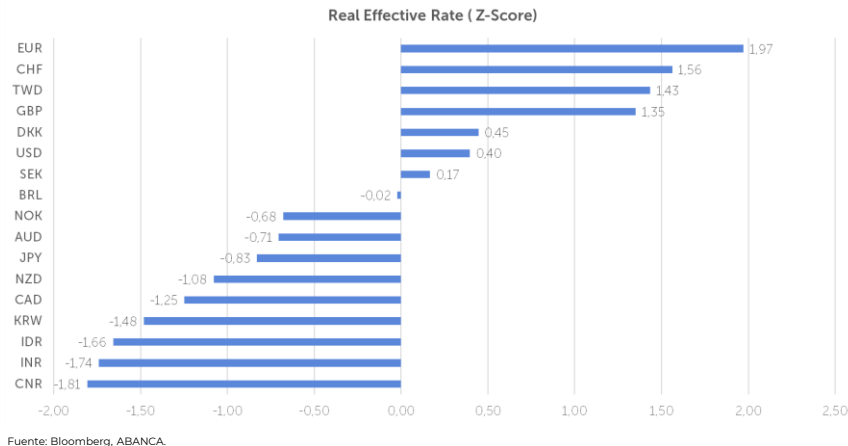
El mes de septiembre de 2025 se ha caracterizado por una notable resiliencia y optimismo en los mercados de renta variable que contrasta fuertemente con las caídas provocadas por aranceles que abrían el debate sobre una posible recesión. Lo que parecía un escenario imposible en abril, con el anuncio de aranceles y políticas proteccionistas de la Casa Blanca que amenazaban el comercio exterior y ponían en duda el crecimiento económico, se ha materializado con las bolsas tocando nuevos máximos históricos. Los inversores han estado una vez más impulsados por las compañías relacionadas con la Inteligencia Artificial. A lo largo del mes, ha tenido lugar una avalancha de acuerdos e inversiones multimillonarias entre empresas destinadas a desarrollar nuevas tecnologías en este campo. El optimismo de los inversores nos lleva de nuevo a una concentración en un único sector en el que la expectativa de crecimiento de beneficios futuros se mantiene a unas ratios difíciles de sostener y que, por tanto, deciden pagar valoraciones que solo se justifican con dichos crecimientos.

La dinámica de estas empresas está generando un riesgo de circularidad significativo: las fuertes inversiones de unas compañías (clientes) en infraestructura de IA alimenta el negocio de otras (proveedores), creando un ecosistema que se "retroalimenta". Si bien esto indica una fuerte tracción, esta dependencia cruzada conlleva el riesgo de que cualquier desaceleración en el gasto de capital pueda provocar un efecto dominó en la cadena de valor. Adicionalmente, se empieza a poner en duda la rentabilidad real de ciertas inversiones y proyectos de IA a largo plazo, así como la sostenibilidad de la demanda que justifica estas valoraciones ajustadas.

Creemos que existen compañías de calidad entre las tecnológicas, con elevados retornos y altos crecimientos en los últimos años, pero al pagar múltiplos tan elevados, el margen para equivocarse es reducido. Por ello, seguimos favoreciendo sectores que, aunque están lejos de los titulares o de esa concentración del mercado, abren precisamente una oportunidad para comprar buenos negocios a precios razonables con generación de caja recurrente y pago de dividendos estable.

Seguimos encontrando valor en las empresas de Salud, que ofrecen una demanda estructuralmente sólida. A lo largo del mes, la noticia inicial sobre posibles tarifas del 100% que más adelante se paralizaban para llegar a acuerdos de aumentos de capacidad en EE. UU. por parte de las compañías, supuso cierta volatilidad inicial, dando paso posterior a un buen comportamiento del sector en general. La mayor parte de estas empresas ya han anunciado las inversiones en el país para producir ahí y, por tanto, están en gran parte cubiertas de un impacto elevado de los aranceles. Por último, destacar las pequeñas compañías cuyo diferencial de valoración con las de gran capitalización se vuelve a separar con fuerza, mostrando la oportunidad que presentan dado su potencial de revalorización al cotizar a valoraciones más atractivas que sus pares de gran capitalización.

Tipo de cambio real efectivo (Desviaciones típicas)



El USD mantuvo la volatilidad durante el mes de septiembre. El punto más débil se alcanzó tras la reunión de la Reserva Federal (Fed), tocando niveles de 1.19 frente al euro. Este movimiento se derivó de una lectura pesimista inicial del mercado ante un dot plot (proyecciones de tipos) que, si bien era agresivo, dejaba entrever la preocupación de la Fed por el deterioro del empleo y la desaceleración económica. La preocupación se unía a la desconfianza generalizada que hemos visto a lo largo del año hacia el sistema en EEUU. Sin embargo, tanto valoraciones fundamentales de la divisa (tipo de cambio real efectivo) como los diferenciales de tipos dejan ver la infravaloración que tiene, lo que nos hace mantener nuestro posicionamiento Neutral en la divisa, con un nivel de equilibrio del 1,155 y un rango de 1,12-1,19.

Con el objetivo de diversificar el riesgo divisa, especialmente ante un potencial escenario negativo de fuertes salidas de capitales de EE. UU, mantenemos en carteras un posicionamiento Neutral+ sobre el JPY.

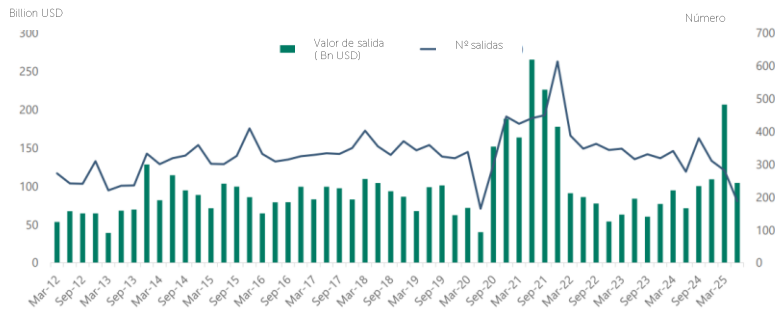
La debilidad reciente en la divisa se ha intensificado por el persistente diferencial de tipos de interés y por el riesgo político interno. El cambio de liderazgo en el partido gobernante ha generado expectativas de una política fiscal más expansiva, lo que obliga al mercado a descontar un retraso en la normalización monetaria del Banco de Japón.

Sin embargo, creemos que el yen mantiene su papel como divisa financiadora en momentos de tensionamiento global, ofreciendo cobertura con una valoración atractiva (dada su clara infravaloración), lo que mitiga el riesgo de cola a pesar de la presión bajista impuesta por la incertidumbre política y los diferenciales de tipos.

Alternativos

Gestión activa para el entorno complejo de los mercados privados

Desinversiones de los fondos de Capital Riesgo (EEUU)



Fuente: PitchBook, Apollo

El entorno de tipos de interés más altos desde 2022 continúa dificultando el entorno para los activos no cotizados. Este fenómeno está generando una presión de liquidez sobre los fondos, obligándolos a retener activos o a aceptar precios más bajos para generar retornos e iniciar nuevos ciclos de recaudación. Ante este panorama de mercados ilíquidos y valoraciones ajustadas, la gestión activa cobra una importancia crítica. En el entorno actual, ya no basta con la exposición pasiva al mercado. La selección rigurosa de gestores, la diversificación fuera de los segmentos de deuda más caros y la capacidad de identificar ineficiencias y activos con potencial de crecimiento genuino, son esenciales para superar la divergencia entre las expectativas de retorno y la nueva realidad de costes de capital. La habilidad para generar liquidez y asegurar valor a largo plazo solo será posible a través de una gestión altamente selectiva y prudente.

Respecto a los alternativos cotizados, el oro ha alcanzado niveles de 4.000USD por onza, con la intensificación de los conflictos geopolíticos a lo largo del mes y la compra masiva por parte de Bancos Centrales mantienen la tendencia alcista del activo, sin embargo, es vital mantener la cautela en activos con señales de sobrecompra.

Asignación de activos

ABANCA House View



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.

