

Septiembre 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.

La importancia de la independencia monetaria

Los recientes ataques de la Administración Trump contra la Reserva Federal (Fed) han vuelto a poner en el punto de mira uno de los pilares del sistema monetario actual: la independencia de los bancos centrales.

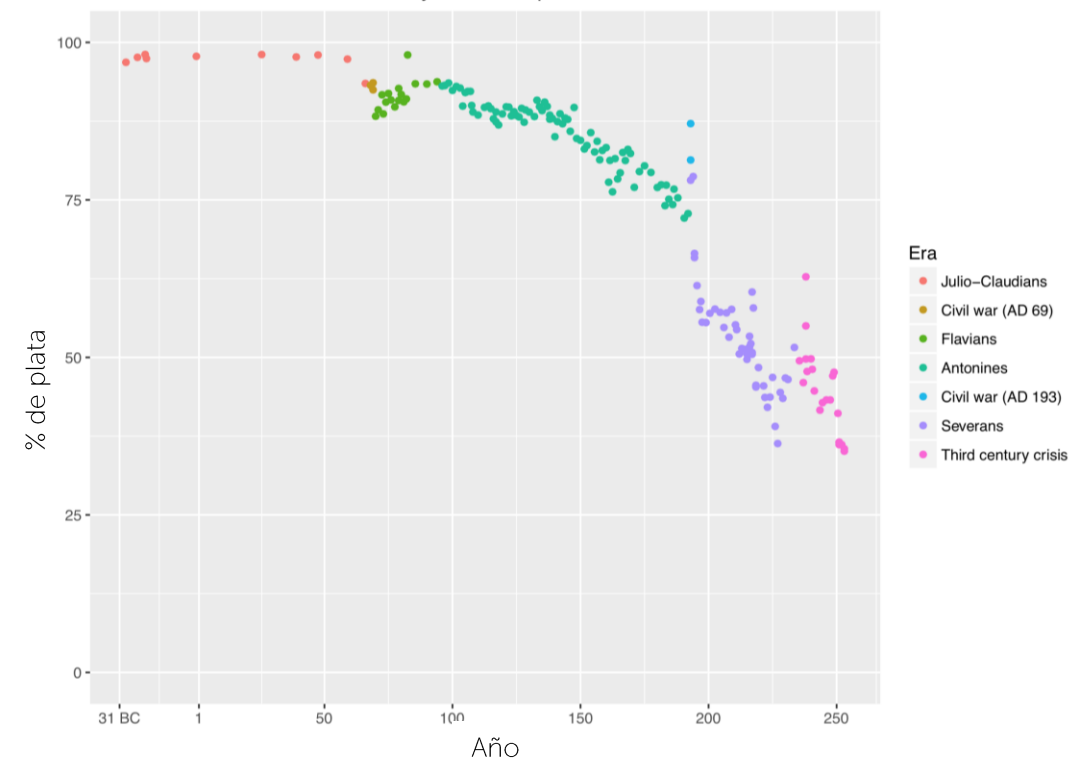
Esta independencia es crucial para cumplir el mandato de estabilidad de precios. Un banco central autónomo puede subir los tipos de interés para controlar la inflación, incluso si la medida es impopular a corto plazo porque ralentiza la economía. Por el contrario, si estuviera bajo el control del gobierno de turno, podría verse tentado a mantener los tipos bajos para estimular la economía antes de unas elecciones, lo que podría generar una inflación descontrolada a largo plazo.

Un banco central independiente también elimina la tentación de muchos gobiernos de imprimir dinero para financiar el déficit público. En EEUU, con un déficit previsto de más del 6%/ PIB durante los próximos 3 años, el incentivo para la monetización del déficit es evidente.

La historia está llena de ejemplos de malas políticas monetarias cuando la independencia fiscal no existe. Desde el Imperio Romano hasta la República de Weimar en el siglo XX, pasando por el vellón en la España del siglo XVII. En el siglo XXI, varias economías emergentes han seguido un camino similar, con consecuencias desastrosas.

Además, la independencia de los bancos centrales genera mayor confianza en la divisa, lo que fomenta la inversión y el ahorro en dicha moneda e impulsa el crecimiento económico a largo plazo. Aunque los bancos centrales no son infalibles y han cometido errores en el pasado, su independencia ha sido fundamental para controlar la inflación. Fue un factor determinante para moderar la inflación después de la década de 1970 y, más recientemente, ayudó a evitar que el repunte inflacionario post-pandemia fuera aún más severo.

Porcentaje de pureza de las monedas de plata- Imperio Romano



Fuente: Wikipedia, 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

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



+ Emergentes

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

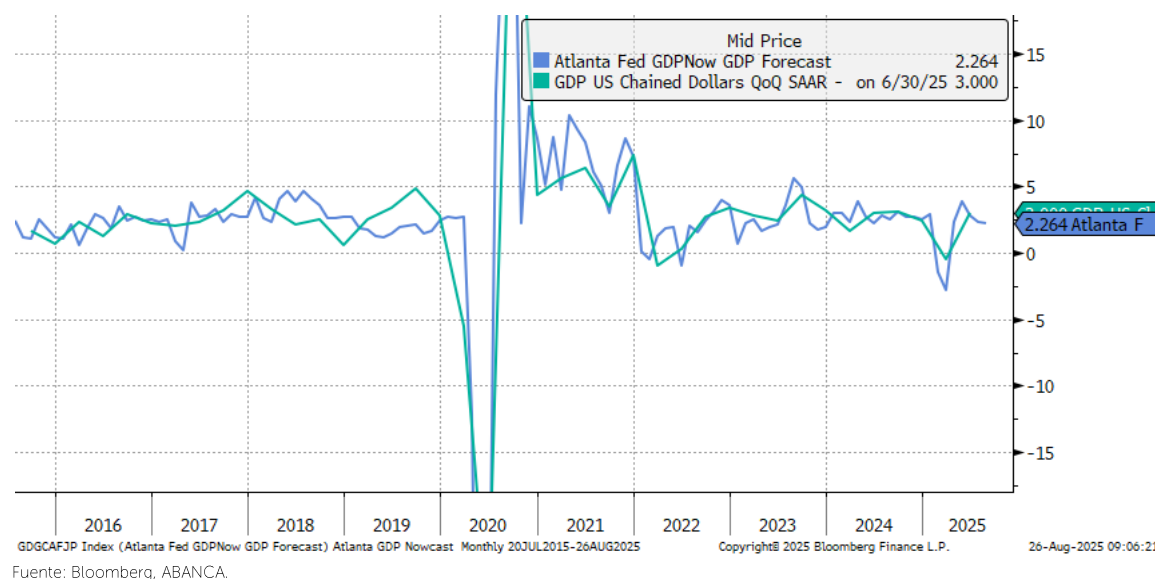
+ Europa

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

EEUU

El empleo sostiene el crecimiento mientras la inflación subirá

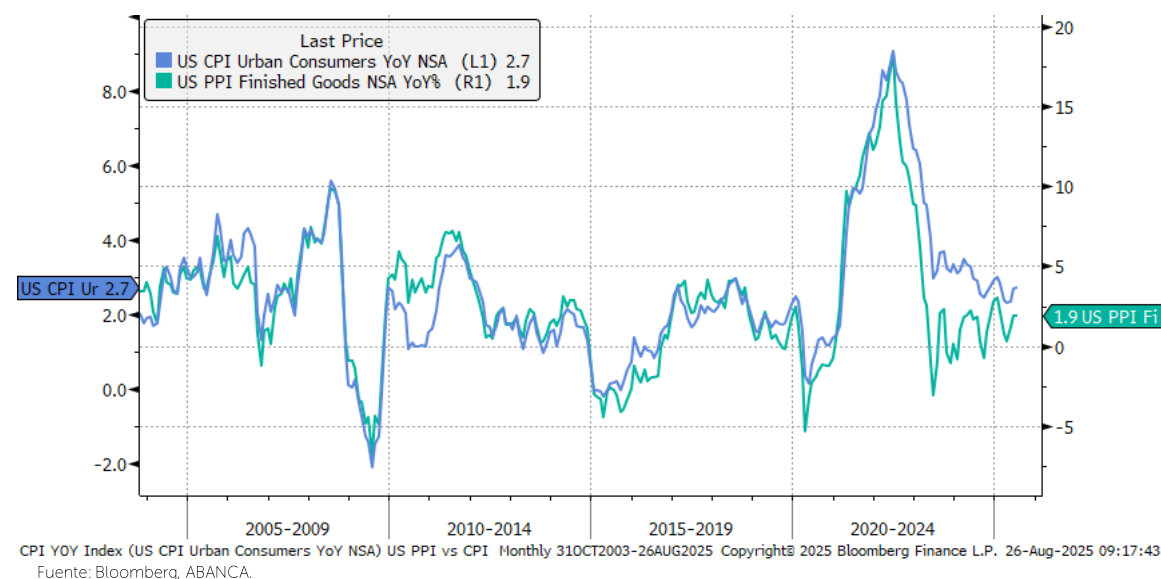
Indicador de crecimiento PIB en tiempo real (Atlanta Fed)



+ Crecimiento

- › Estimación de crecimiento del 1,6% en 2025, mostrando la resiliencia e inercia positiva de la economía estadounidense.
- › Enfriamiento del ritmo de creación de empleo, todavía pendientes del impacto de las políticas migratorias en el largo plazo. Crecimientos salariales positivos.
- › El efecto de los aranceles se irá trasladando de manera progresiva al consumidor final.

IPC EEUU vs Precios de producción industrial



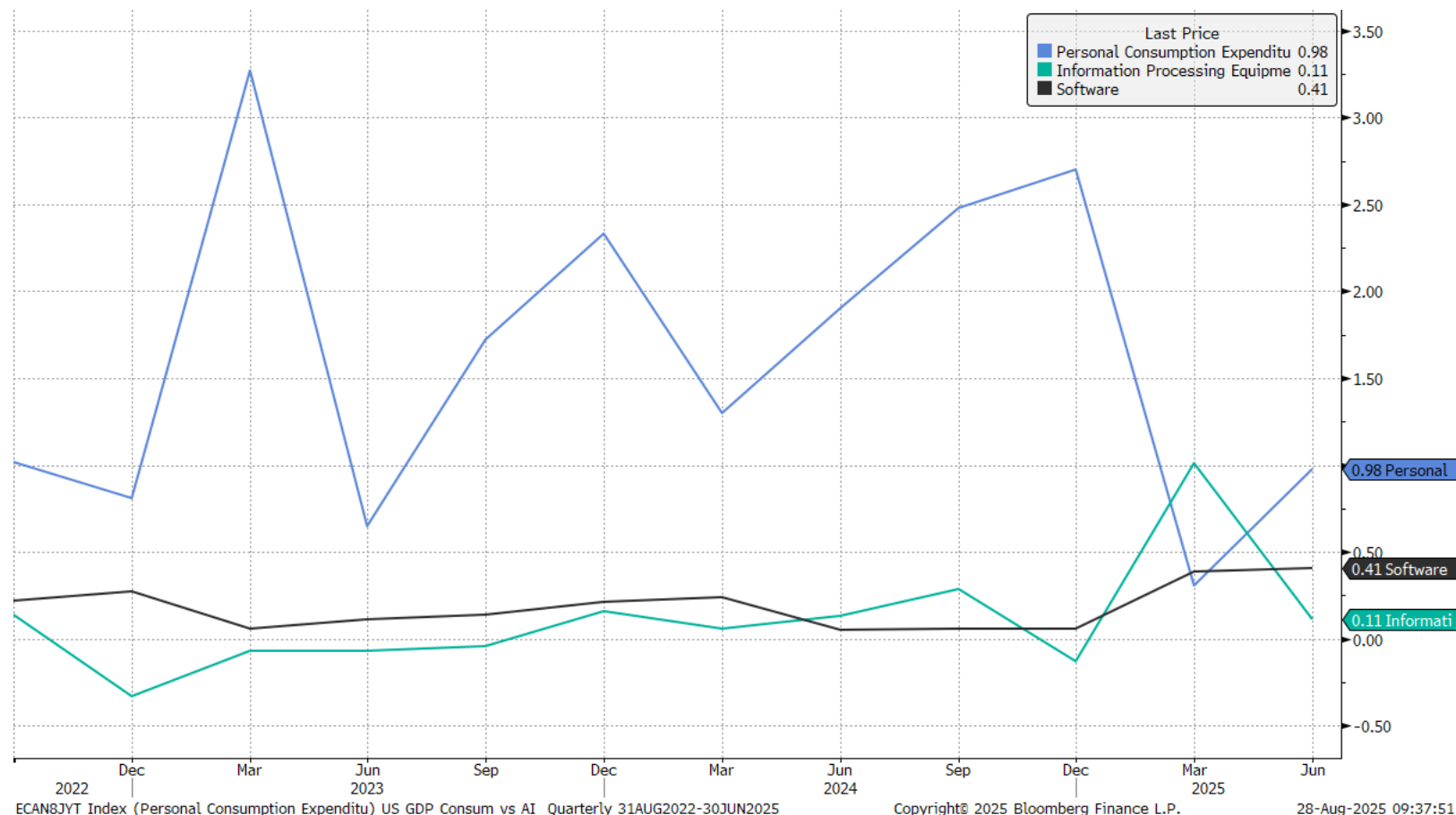
+ Inflación

- › Estimación de inflación del 2,8% en 2025.
- › El impacto de los aranceles está siendo menor a lo descontado inicialmente, si bien observamos señales de una inflación más persistente.
- › La caída del petróleo suaviza el impacto, al igual que el enfriamiento en el crecimiento salarial.

EEUU

Mientras el consumo se desacelera, el 'boom de la IA' despeg

Consumo, equipamiento de procesamiento de información y software- Contribución al PIB



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

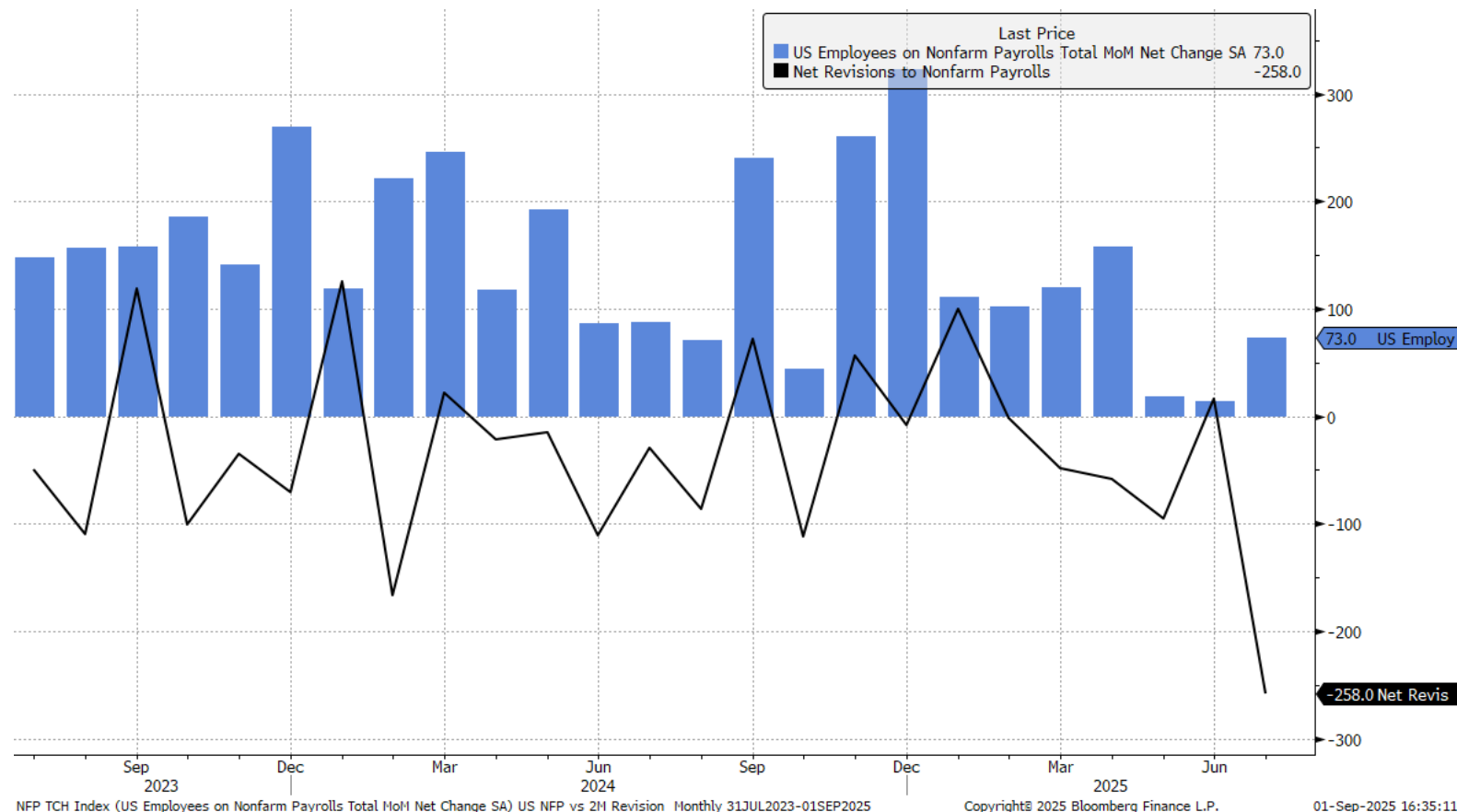
El impacto de la IA sobre el PIB

- › El consumo en EEUU se ha visto ralentizado por el impacto de los aranceles y la mayor incertidumbre sobre el mercado laboral.
- › El consumo supone el 70% del PIB, siendo el principal componente de crecimiento.
- › En 2025, el incremento de la inversión centro de datos e IA ha igualado la contribución al crecimiento del consumo.

EEUU

Los datos del mercado laboral se revisan a la baja

Nóminas no-agrícolas mensuales vs revisión neta (2M)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

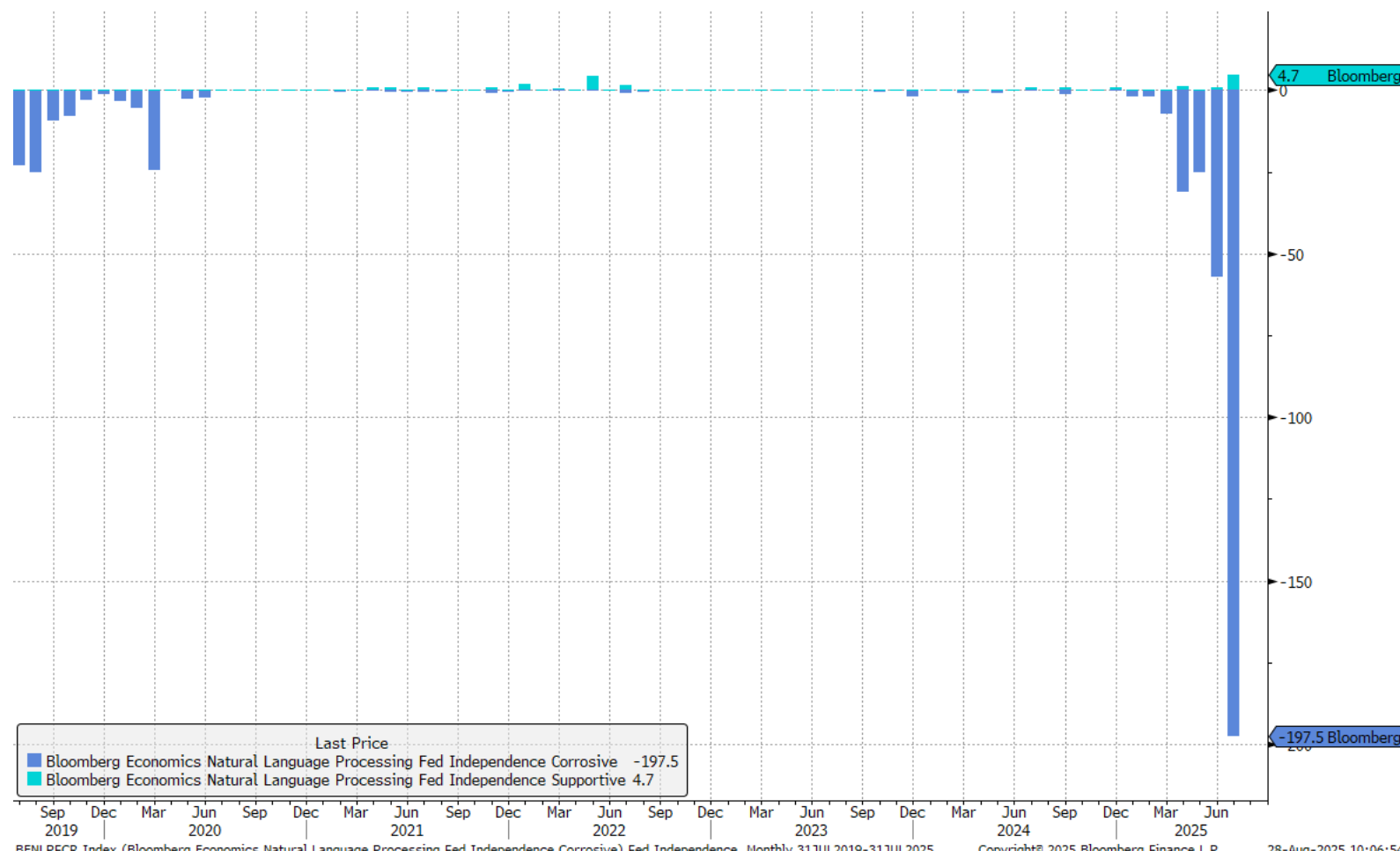
Una revisión con múltiples implicaciones

- › La publicación de las nóminas no-agrícolas de agosto venía acompañada de una fuerte revisión a la baja de los meses previos (-258.000 empleos).
- › Los datos señalan el enfriamiento del mercado laboral que anticipábamos hace unos meses, sin señales todavía de destrucción de empleo.
- › La revisión de estos datos llevó a la destitución del director de la Oficina de Estadísticas Laboral (BLS en inglés) por parte del Presidente Trump.

EEUU

La presión sobre la Fed se incrementa

Análisis del lenguaje natural sobre la independencia de la Fed- Positivo vs negativo



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

La importancia de la independencia

- › La Administración Trump ha pasado de las palabras a la acción para conseguir una mayoría de 4 miembros favorables dentro del FOMC (principal órgano de la Reserva Federal de EEUU).
- › Una Fed favorable a Trump bajaría los tipos de interés a corto plazo, pero podría provocar una huida del USD y el repunte de los tipos a largo.
- › La independencia de los bancos centrales es clave para garantizar la confianza sobre la divisa y la política monetaria de un país.

EEUU

Mitigado el impacto arancelario, se abre la disputa por la Fed

La economía de Estados Unidos avanza tal como se esperaba: el crecimiento se ha moderado, pero no se ha contraído, mientras que la inflación ha repuntado sin salirse de control. Haber superado a corto plazo el impacto negativo de los aranceles le da a la economía más margen para enfrentar los efectos a medio y largo plazo, no solo de la política comercial, sino también del resto de reformas de la administración Trump.

Para finales de 2025, proyectamos que el crecimiento se sitúe en el 1,6%. El consumo se ha desacelerado, algo previsible ante una de las mayores subidas de impuestos de la historia. A modo de ejemplo, la recaudación de impuestos por aranceles en junio de 2025 fue de \$28,000 millones, el triple que en 2024. La evolución del consumo será crucial en los próximos trimestres, a medida que el aumento de precios por los aranceles se traslade a los consumidores. Hasta ahora, las empresas estadounidenses han absorbido el 64% de los costos vía márgenes, mientras que el 22% ha sido asumido por los consumidores mediante subidas de precios y el 14% restante por los exportadores extranjeros. A mediano plazo, se espera que los consumidores absorban el 67% de los aranceles, frente al 25% de los exportadores y el 8% de las empresas estadounidenses. Este lento traslado de los costos a los consumidores ha

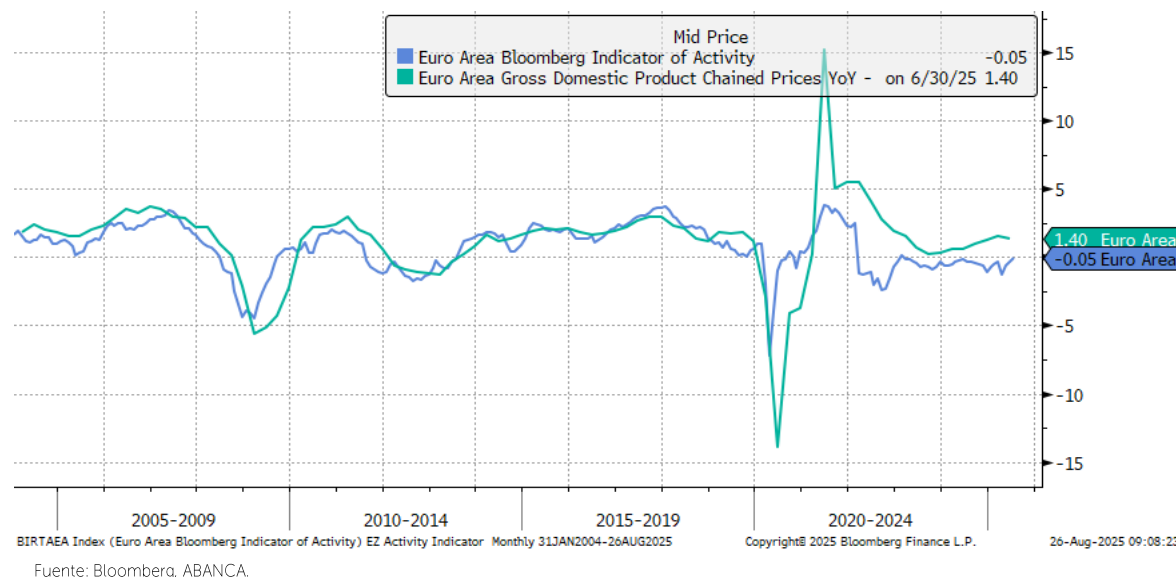
mantenido el Índice de Precios al Consumo (IPC) por debajo de lo previsto en los últimos meses. No obstante, la inflación subyacente muestra una mayor persistencia y se mantendrá cerca del 3% en los próximos meses, sin catalizadores claros para una reducción al 2%, el objetivo de la Reserva Federal (Fed).

Precisamente la Fed ha estado en el punto de mira las últimas semanas debido a los múltiples ataques que amenazan su independencia. Las consecuencias de que un banco central "títere" dicte la política monetaria de la divisa de reserva mundial serían inimaginables, aunque ha ocurrido antes. A pesar de la fortaleza del mercado laboral —que, no obstante, se ha revisado a la baja en los últimos meses— y con una inflación alrededor del 3%, creemos que la Fed tiene margen para dos bajadas de tipos en 2025, en septiembre y diciembre. A partir de ese momento, todo dependerá de la evolución de estas variables. No consideramos razonable una bajada por debajo del 3,5%, que es el tipo neutral que estimamos. Este nivel nos puede servir de referencia para evaluar el grado de injerencia en la política monetaria.

Europa

Crecimiento estable, recuperación aplazada

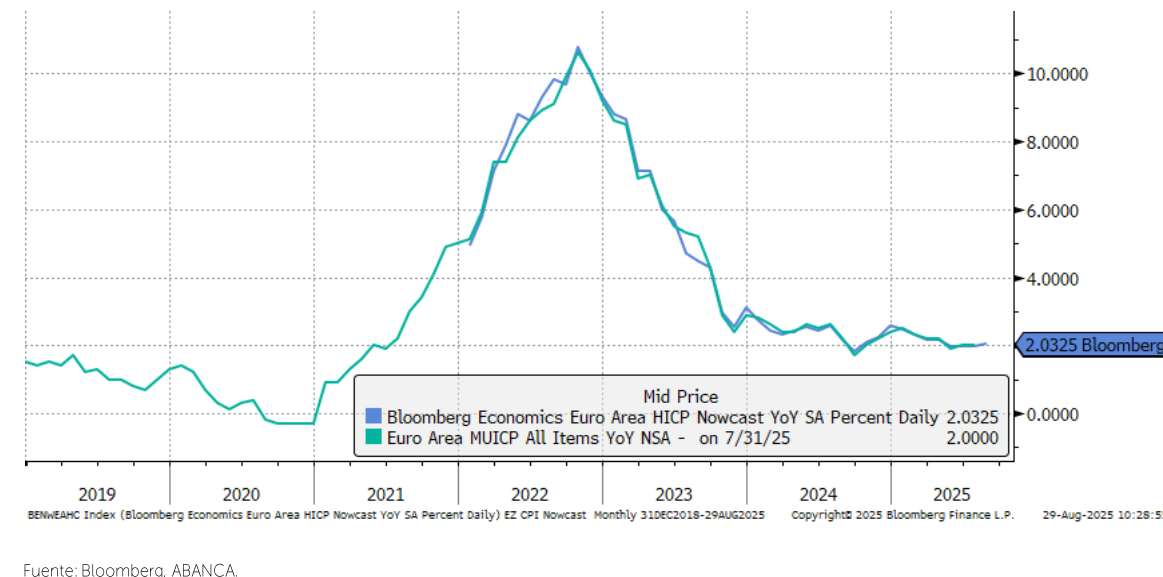
Indicador de actividad Eurozona vs Crecimiento PIB



+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del +1,1% para el conjunto de la Eurozona en el año. Indicadores de actividad estancados con pocos catalizadores.
- › A corto plazo, el impacto arancelario con una menor demanda de EEUU y un euro más fuerte lastrará el crecimiento.
- › A medio plazo, el plan fiscal alemán será el principal catalizador de crecimiento.

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



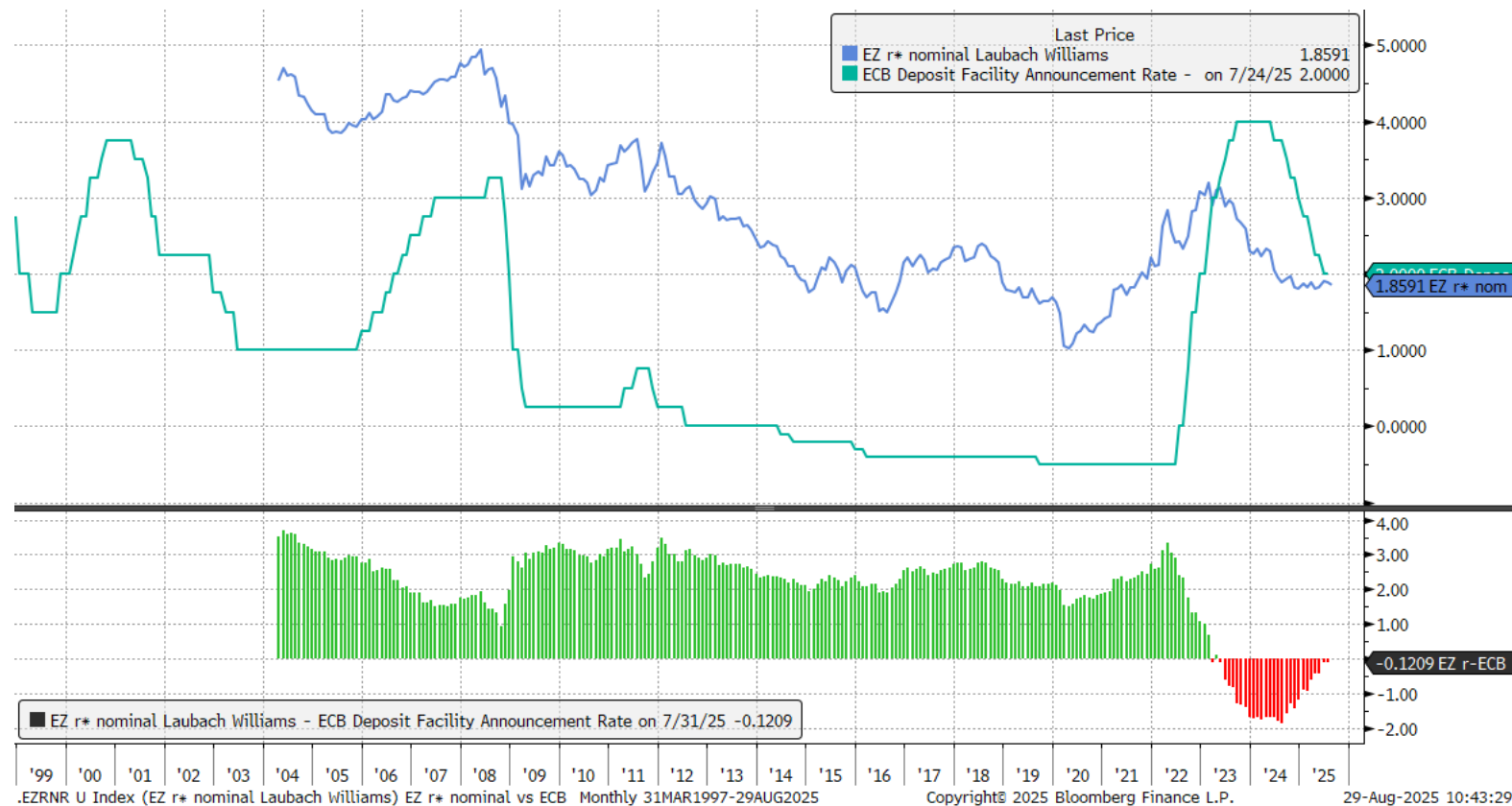
+ Inflación

- › Inflación esperada del 2,1% a finales de 2025.
- › Efectos desinflacionistas de una menor demanda y el reajuste de las rutas comerciales (flujo de productos desde China)
- › La fortaleza del Euro y el precio de la energía contenido dan margen para mantener una política monetaria laxa.

Europa

El BCE se sitúa en el punto de equilibrio

Tipo de interés del BCE vs Estimación tipo de interés neutral



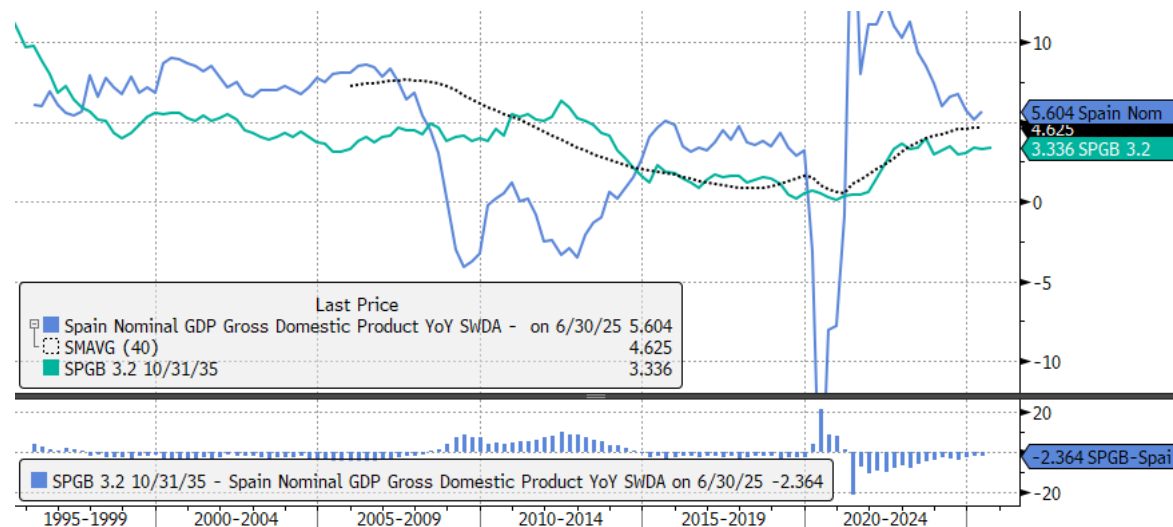
Flexibilidad en la política monetaria

- › El BCE cuenta con amplia flexibilidad en estos momentos para gestionar los riesgos globales.
- › Las fuerzas desinflacionistas dan margen para mantener los tipos en los niveles actuales.
- › Margen de maniobra tanto al alza como a la baja para gestionar diferentes escenarios.

Iberia

Impacto contenido de la guerra comercial

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

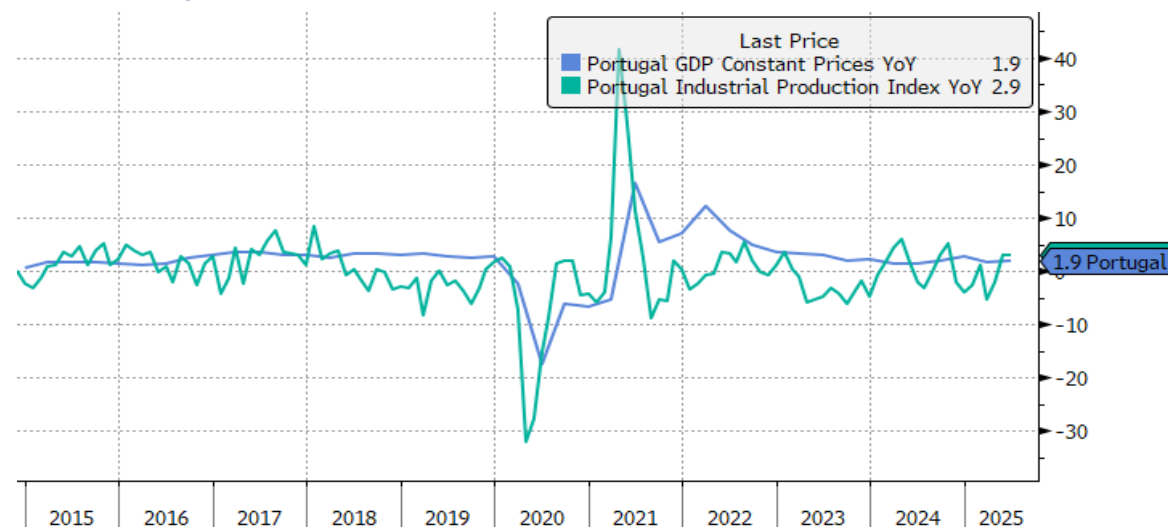


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ España

- › Crecimiento esperado del 2,5% en 2025, liderando entre las principales economías europeas.
- › Impulso fiscal, flujo migratorio positivo y menor exposición al comercio con EEUU favorecen la economía.
- › Inflación esperada del 2,5% a finales de 2025.

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



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ 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.
- › Inflación esperada del 2,2 % en 2025.

Europa

La guerra comercial aplaza la recuperación hasta 2026

La incertidumbre comercial de los últimos meses parece haber retrasado la recuperación en la Eurozona, si bien las perspectivas de medio plazo siguen siendo positivas. El crecimiento del segundo trimestre se mostraba débil, lo que sugiere que los aranceles estadounidenses están teniendo efecto sobre una economía europea de sesgo exportador. Al mismo tiempo, la demanda interna algo más débil de lo previsto no permitía compensar el impacto exterior.

El impacto de la guerra comercial se observa especialmente por la divergencia entre los países más expuestos al comercio con EEUU, como Alemania, cuyo PIB se contraía un -0,3% en el 2T25, frente a la expansión de España del +0,7% en el mismo periodo, fruto de una menor dependencia del comercio exterior.

Esperamos un crecimiento del 1,1% para el conjunto de la Eurozona en 2025, con una debilidad que continuará hasta finales de año pero que comenzará a disiparse en 2026, cuando el paquete fiscal alemán comience a ser efectivo.

El mercado laboral mantiene su solidez, con un desempleo del 6,2%, nivel mínimo desde la creación de la unión monetaria. El crecimiento salarial sigue siendo sólido, sin señales de sobrecalentamiento que pudieran indicar una espiral inflacionista vía salarios.

Por su parte, la inflación continúa anclada en niveles cercanos al 2% y sin

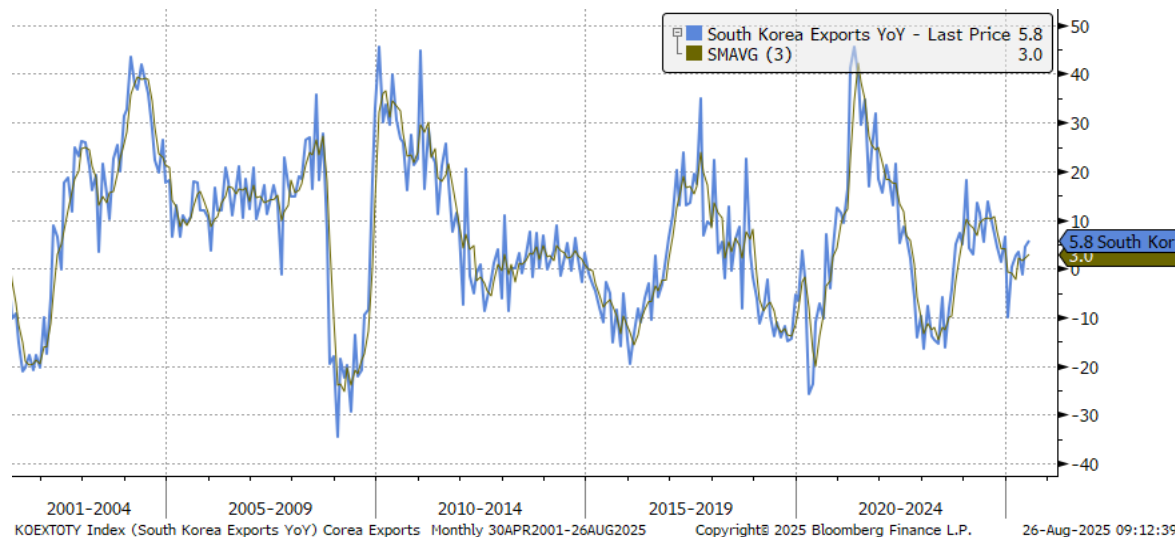
grandes riesgos en el horizonte. Las fuerzas desinflacionistas parecen dominar en estos momentos: el euro que se ha apreciado un +12% frente al dólar en el año, el petróleo ha caído un -8% y el reajuste del comercio global está llevando a Europa muchos de los productos chinos que ya no encuentran su hueco en el mercado estadounidense.

Ante esta situación, el BCE se encuentra en una cómoda situación para gestionar la política monetaria en los próximos meses. Por el momento, el nivel de tipos al 2% se sitúa en la tasa neutral de equilibrio. Con un sesgo ligeramente a la baja, el BCE podría aplicar una bajada adicional para fortalecer la recuperación, pero éste no es por el momento nuestro escenario central y dicha bajada se produciría ya a comienzos de 2026, en caso de no cumplirse las expectativas fiscales en Alemania.

Emergentes

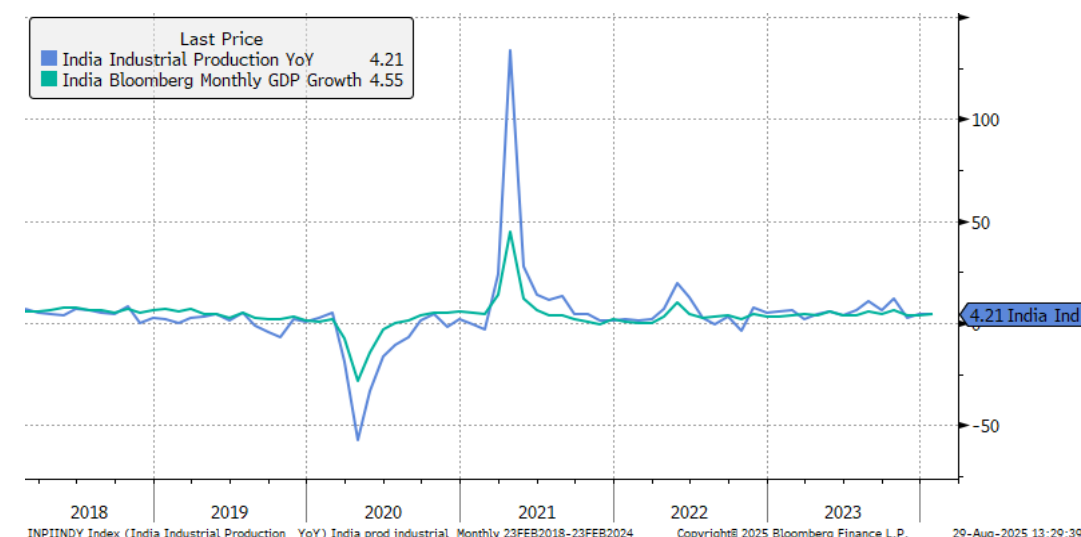
Medidas necesarias

Exportaciones de Corea (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

India- Producción industrial vs PIB mensual (% interanual)



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Emergentes

- › China continúa a la espera de nuevos estímulos. El foco en impulsar el consumo parece acertado, pero los tamaños de las medidas son modestos.
- › Las autoridades mantienen el foco en resolver los problemas de exceso de oferta en algunos sectores, exacerbados por la guerra comercial.

+ India

- › Crecimiento esperado del 6,5% en 2025.
- › La bajada de impuestos y una inflación moderada apoyan el crecimiento interno de la economía.
- › El principal riesgo es la falta de un acuerdo con EEUU. Los aranceles al 50% lastran la inversión y crecimiento al restar competitividad.

Emergentes

China: Optimismo bursátil ¿fundamentales por llegar?

La economía china continúa mostrando señales de desaceleración. Durante el mes de agosto, los datos macroeconómicos no lograron disipar las preocupaciones que se venían observando, con un deterioro en el consumo y el sector manufacturero. Uno de los indicadores más notables ha sido el desempeño de las exportaciones, cuyo crecimiento se ralentizó drásticamente a un 4,4% interanual, bajando desde el 7,2% de julio y situándose por debajo de las expectativas del mercado. Esta caída se debe en gran parte a la reducción de los envíos a Estados Unidos. Aunque las exportaciones a otras regiones clave como la Unión Europea, el Sudeste Asiático y Japón siguen creciendo, este aumento no es suficiente para compensar la caída de la demanda estadounidense.

Contrastando con esta debilidad, la bolsa china ha experimentado un rally notable. El índice CSI 300 ha subido un 25% desde su mínimo de abril y un 10% en agosto. Este crecimiento es particularmente digno de mención porque no ha sido impulsado por la intervención directa de organismos gubernamentales que habitualmente compran acciones para sostener el mercado. El buen comportamiento bursátil podría basarse en la esperanza de que las políticas del gobierno para abordar problemas estructurales, como el exceso de capacidad

productiva, darán sus frutos a largo plazo. De hecho, los inversores institucionales, como las aseguradoras, están aumentando su exposición a la renta variable, favoreciendo activos de mayor rendimiento. Sin embargo, la rápida subida del mercado corre el riesgo de haberse adelantado a la economía real, ya que los datos subyacentes aún no reflejan una aceleración significativa.

Esta aparente contradicción presenta un dilema para los responsables de las políticas chinas. Por un lado, el optimismo en el mercado de valores podría frenar un recorte de tipos de interés a corto plazo, ya que un movimiento de este tipo podría sobrecalentar aún más el mercado en lugar de estimular la economía real. Por otro lado, el enfoque actual del gobierno parece estar centrado en la ejecución del presupuesto y en la asignación de recursos para impulsar el consumo interno. Serán esenciales las acciones del gobierno para impulsar el consumo y mitigar el enfriamiento de las exportaciones, de manera que la confianza del inversor no se quede en un pico de optimismo puntual reflejado en un rally temporal.

ABANCA House View

Escenarios

- 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 4% 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.

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.

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 & 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.

Ciclo Global

Estimaciones consenso

	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	1,7	3,0	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,1	1,1	2,4	2,1	1,9
Alemania	-0,5	0,3	1,1	2,5	2,1	1,9
España	3,2	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	1,0	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

abanca.com

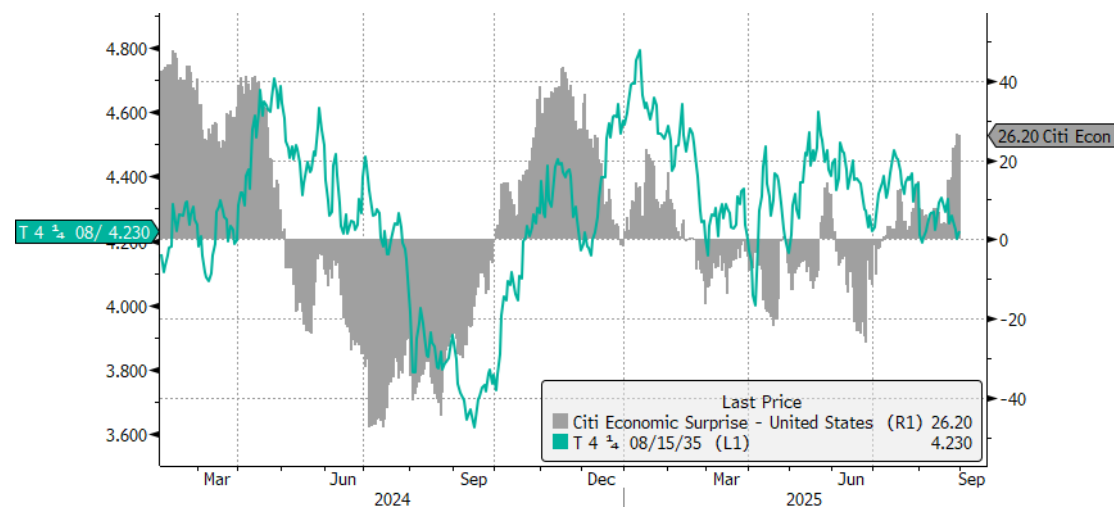
Información Importante: refiérase al Aviso Legal al final de este documento. Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras.

//ABANCA

Renta Fija

La duración gana atractivo progresivamente

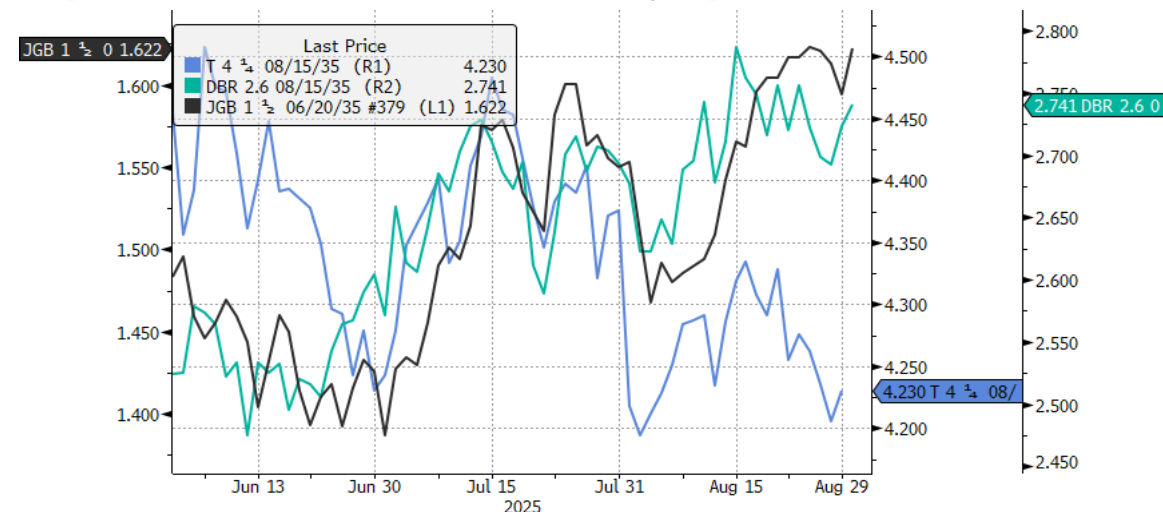
Índice de sorpresa económica EEUU vs Tipo de interés 10 años



CESUSD Index (Citi Economic Surprise - United States) US Treasury vs ECSU Daily 04FEB2024-01SEP2025
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 01-Sep-2025 13:59:03

Tipo de interés 10 años (EEUU, Alemania y Japón)



91282CNT Govt (T 4 1/4 08/15/35) ABANCA Daily 03JUN2025-01SEP2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 01-Sep-2025 16:18:46
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

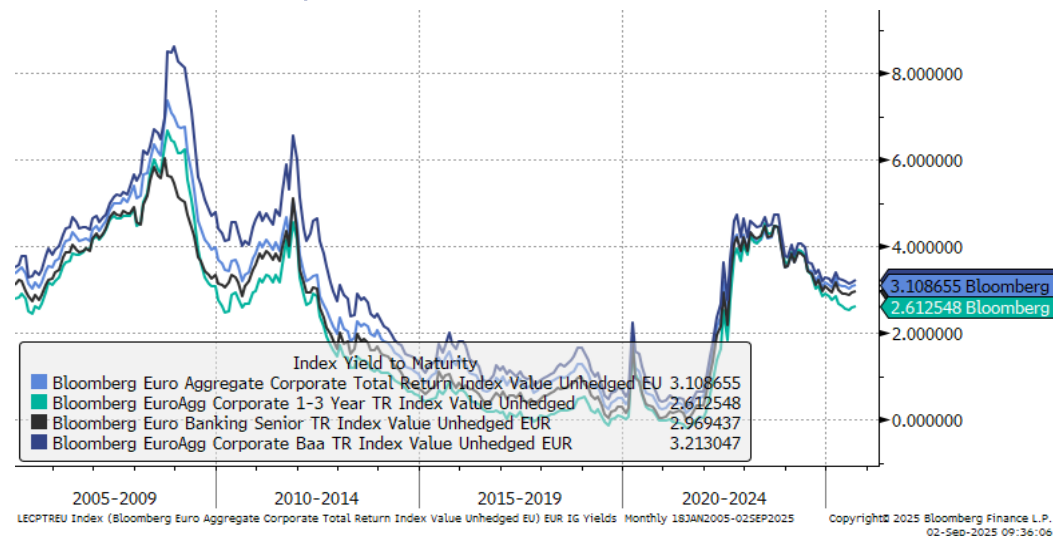
+ Renta Fija

- › Posicionamiento Neutral en duración. Valoraciones cercanas a equilibrio, con sesgo a incrementar duración en momentos tácticos para capturar el empinamiento actual de las curvas.
- › En Europa, preferencia por Alemania en el tramo 5-7 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 EE.UU, 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 sobre la independencia del banco central.

Renta Fija

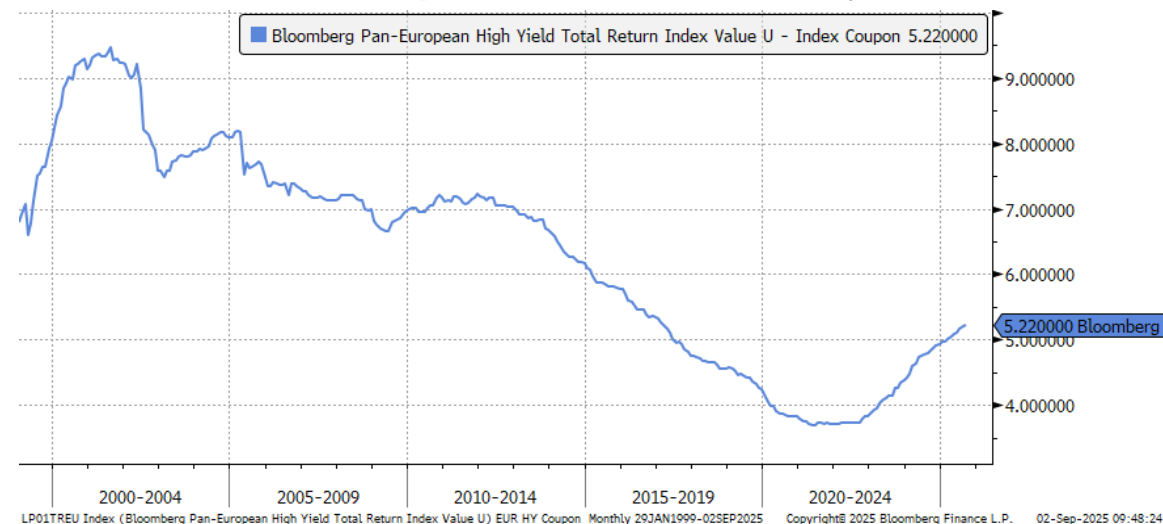
Reducción del riesgo de crédito con foco en la alta calidad EUR

Tipo de interés segmentos de crédito de alta calidad EUR



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Coste de financiación (cupón medio) del crédito de baja calidad EUR



Fuente: Schroders.

+ 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.
- › Cautela en los segmentos de menor calidad crediticia ante los diferenciales estrechos (percentil 7 en EUR) y niveles de TIR menos atractivos que en el arranque de año (percentil 33). Posicionamiento Neutral- también en deuda emergente ante el nivel de valoraciones.
- › La bajada de exposición en crédito de menor calidad nos permite reducir el riesgo de las carteras en sectores más expuestos a la guerra arancelaria, con emisores que podrían ver sus balances tensionados.

Renta Fija

Pendientes positivas y diferenciales de crédito estrechos

Al analizar los mercados de renta fija podemos identificar dos componentes principales: el tipo base o de referencia, por lo general asociado a las curvas soberanas de mayor calidad en cada divisa; y la prima de riesgo o diferencial de crédito. Actualmente, el primero de los componentes se encuentra en niveles cercanos a su valoración de equilibrio tanto en Europa como en EEUU. Como referencia, el bono alemán a 10 años cotiza en niveles del 2,7%, idéntico al nivel de crecimiento nominal de la economía. Algo similar sucede en el caso de EEUU, donde el bono a 10 años cotiza al 4,3% frente al 4,5% de crecimiento nominal.

Observando las curvas de tipos el movimiento de empinamiento de los últimos meses empieza a ser evidente en los tramos más largos de las curvas, especialmente en la zona de 7-10Y. Por el momento mantenemos nuestra preferencia por la zona de 5Y en Alemania, con clara vocación a incrementar hacia la zona de 7Y si vemos mayor tensionamiento en tipos. Se trata más de una decisión de gestión táctica, buscando optimizar el momento de entrada; que por valoración, donde creemos que ya se puede encontrar valor sin miedo a equivocarnos demasiado. Respecto a Francia, mantenemos la preferencia por un 5Y que sigue cotizando con prima respecto al resto de principales países

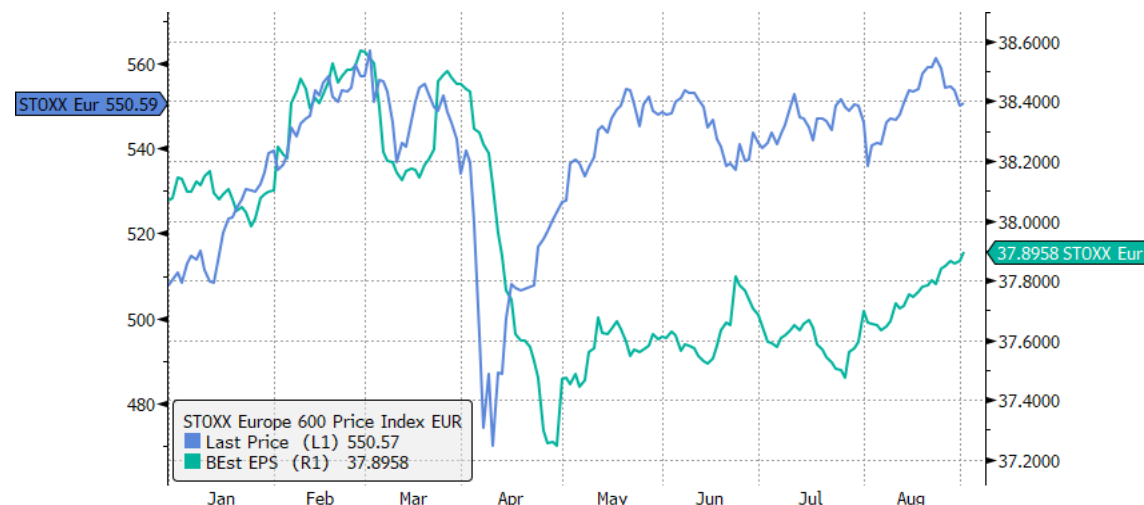
europeos. El caso francés es un claro ejemplo de cómo el miedo a corto plazo genera oportunidades más allá de los fundamentales. Sin duda la curva francesa seguirá marcada por una mayor volatilidad ante la incertidumbre política, pero los fundamentales y capacidad de pago de la deuda francesa no difieren tanto de la española o italiana como para justificar la prima actual.

En cuanto al crédito, en agosto rebajábamos el nivel de exposición de las carteras reduciendo a neutral- nuestra exposición a crédito de bajada calidad, e incrementando el posicionamiento en crédito de alta calidad EUR. Las valoraciones ajustadas en los segmentos de más riesgo, unido al contexto general de mercado donde observamos un apetito por el riesgo algo exagerado, nos lleva a girar hacia este posicionamiento algo más cauto. No prevemos un contexto económico desfavorable para el crédito, pero la actual guerra comercial sin duda afectará a algunos emisores, y aquellos con peores métricas son sin duda los más vulnerables, de ahí nuestra reticencia a pagar valoraciones elevadas. Algo similar sucede con el crédito emergente, donde el proceso de bajada de tipos en EEUU favorecerá a los fundamentales de estos emisores, pero con dicha expectativa ya recogida en el precio, preferimos mantenernos cautos a la espera de un momento más atractivo.

Renta Variable

Foco en la resiliencia de las compañías y la valoración

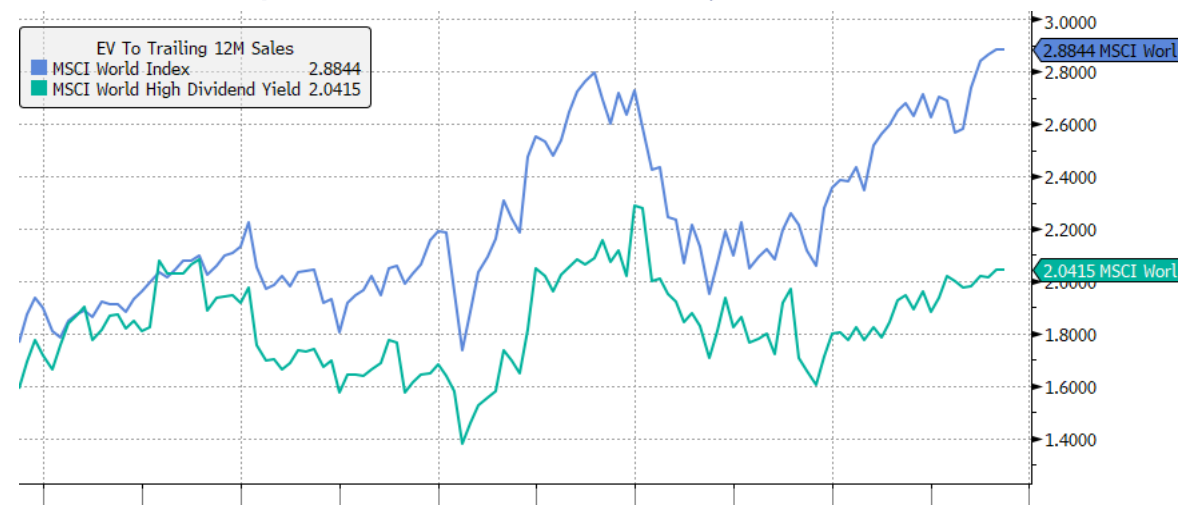
Índice STOXX600 vs Estimación Beneficios por Acción (12M)



SXXP Index (STOXX Europe 600 Price Index EUR) SXSE - EPS + P/E Daily 31DEC2024-01SEP2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 01-Sep-2025 17:24:31

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Ratio Valor Empresa (EV)/ Ventas- RV Global y factor dividendo



MXWO Index (MSCI World Index) ABANCA Monthly 05SEP2015-02SEP2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 02-Sep-2025 18:11:10

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

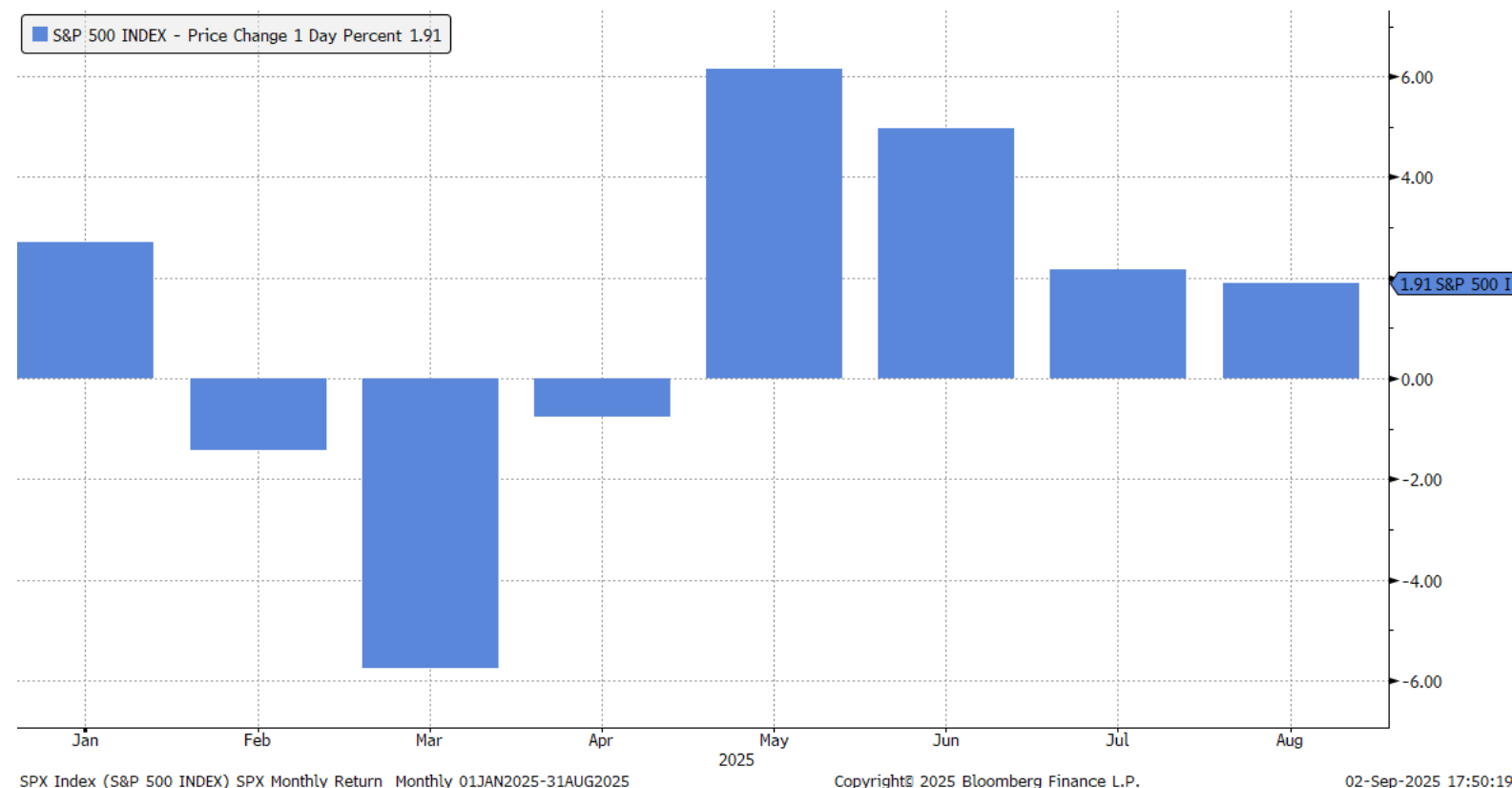
+ Renta Variable

- › Posicionamiento Neutral con preferencia por compañías de calidad, con balances saneados y negocios estables. El actual contexto de mercado ofrece diversas oportunidades fruto de las divergencias en valoración y ciclo.
- › Especial atención a las valoraciones, en un contexto de optimismo donde observamos algunos segmentos con expectativas muy elevadas donde los inversores están dispuestos a pagar cualquier precio.
- › Las principales ideas de convicción incluyen el factor dividendo, las pequeñas compañías globales y el sector salud. Todas ellas parten de valoraciones atractivas respecto a la media del mercado, con momentos diferentes del ciclo.

Renta Variable

Continúa la buena racha del mercado

Rentabilidad mensual del índice S&P 500



Fuente: ABANCA.

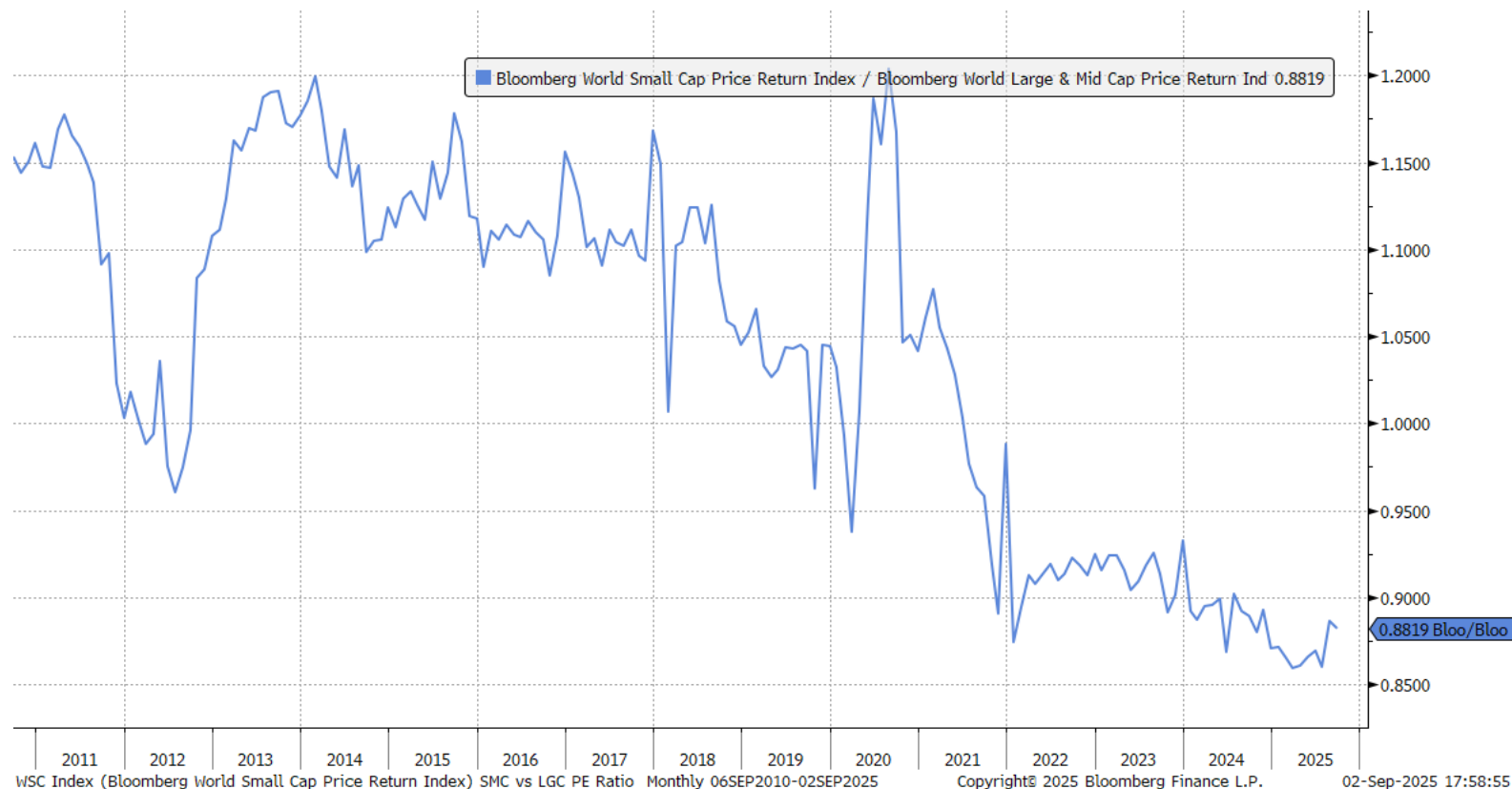
Momento positivo

- › La renta variable americana encadena 4 meses de subidas a cierre de agosto.
- › Los buenos resultados de las compañías y el optimismo alrededor de la IA impulsan tras las caídas de marzo y abril.
- › Septiembre es el mes con peor comportamiento estacional, antes del último trimestre que históricamente ha sido positivo.

Renta Variable

Las pequeñas compañías cotizan en mínimos históricos

Ratio relativo Precio/ Beneficios entre pequeñas y grandes compañías globales



Fuente: ABANCA.

Valoración atractiva

- › Las pequeñas compañías se han quedado rezagadas en los últimos años frente a las grandes compañías.
- › La subida de los tipos de interés y el 'boom' de la IA las han convertido en un segmento olvidado.
- › Con los múltiplos elevados en otros segmentos, las pequeñas compañías ofrecen acceso a buenos negocios a precios razonables.

Renta Variable

Resiliencia en agosto

El mercado de renta variable ha mostrado durante el mes de verano una notable resiliencia y un impulso positivo, consolidando la tendencia alcista que comenzaba desde el "Liberation Day". Este comportamiento ha estado respaldado no solo por un sentimiento optimista entre los inversores, sino también por una sólida temporada de resultados empresariales. En Estados Unidos, las empresas han superado las expectativas con un crecimiento en ventas del +6,2% y un notable aumento de los beneficios del +12,4% en el tercer trimestre. Sin embargo, en Europa la situación ha sido diferente, con una caída de las ventas del -1,9% y un crecimiento de los beneficios del +3,9%, mostrando una clara divergencia entre geografías.

El efecto divisa, que tantos quebraderos de cabeza ha dado en el año a inversores, ha sido un factor decisivo; la debilidad del dólar ha favorecido a las multinacionales estadounidenses con elevada exposición a mercados exteriores, mientras que la fortaleza del euro ha perjudicado los ingresos de las compañías europeas con exposición internacional.

Por otro lado, las tensiones comerciales empiezan a representar un riesgo, ya que, si bien las empresas han absorbido en gran medida el aumento de los costes derivados de los aranceles, la caída progresiva de la demanda en

sectores afectados directamente por las tarifas (como ropa, muebles y electrodomésticos) sugiere que transferir estos costes al consumidor final podría resultar más difícil de lo esperado.

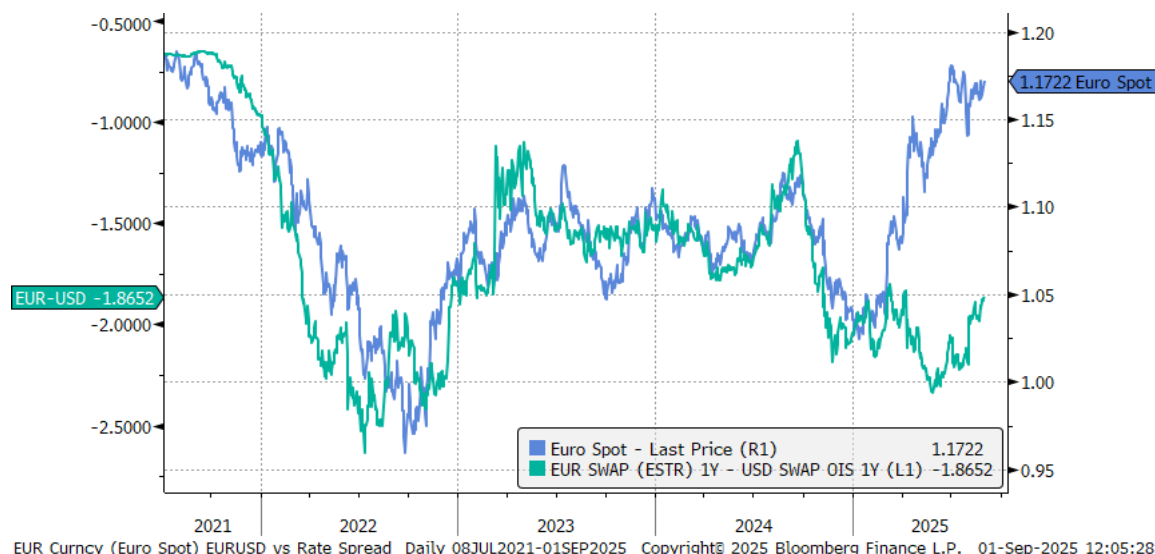
Por ello, y a pesar del sólido desempeño reciente, mantenemos una visión Neutral sobre la Renta variable en su conjunto. Si bien los resultados y fundamentales de las compañías están mostrando resiliencia, seguimos encontrando elevadas las valoraciones de algunos segmentos del mercado y una notable dispersión entre sectores y estilos de inversión.

Esta misma dispersión ofrece oportunidades de selección de activos, por lo que buscamos compañías con ventajas competitivas claras y valoraciones razonables, prestando especial atención a los sectores con un perfil más defensivo y de valor, como las compañías con un historial de reparto de dividendos y el sector Salud que, con sus sólidos fundamentales y flujos de caja estables, se presentan como opciones de entrada atractivas tras haber sido penalizadas en precio.

FX

Un año con pocos precedentes

Evolución EUR/USD vs Diferencial de tipos a 1 año (EUR – USD)



Fuente: ABANCA, Bloomberg.

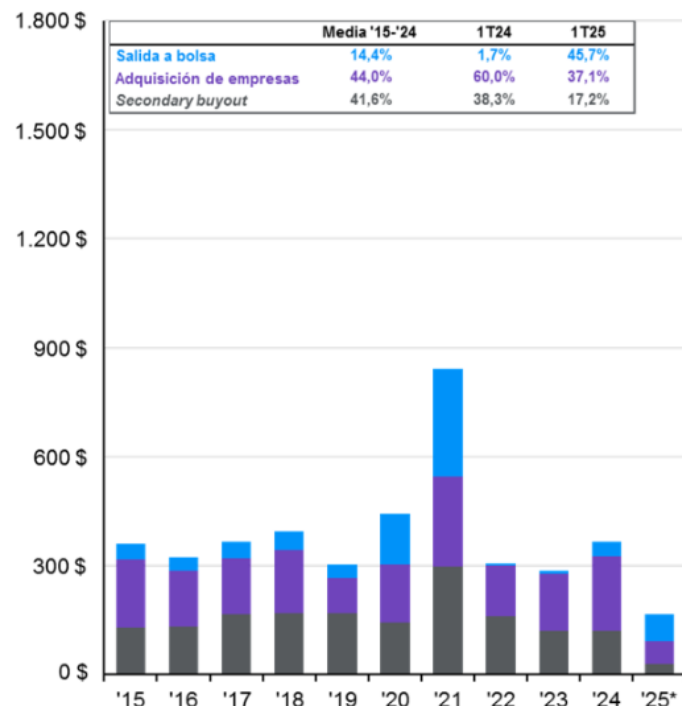
El tipo de cambio EUR/USD sigue siendo uno de los focos de mayor volatilidad en el mercado, con un par que fluctuaba desde el 1,14 hasta el 1,17 en el mes de agosto. Al ruido arancelario de la primera mitad de año se suma ahora el de la disputa entre la Administración Trump y parte de los miembros de la Fed; provocando la depreciación del -13% que acumula la divisa americana frente al euro en lo que llevamos de año. Más allá del ruido político, la valoración fundamental de la divisa, apoyada en el diferencial de tipos de interés, nos hace mantener una visión Neutral, con un nivel de equilibrio en estos momentos del 1,155 y un rango de 1,19-1,12.

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 si comienzan a surgir dudas sobre la independencia de la Fed; mantenemos en carteras un posicionamiento de Neutral+ sobre el JPY. La divisa nipona se encuentra infravalorada en base al tipo de cambio real efectivo (REER por sus siglas en inglés). Además, su papel como divisa financiadora genera fuertes flujos de entrada en momentos de tensionamiento. Creemos por tanto que la divisa japonesa ofrece una cobertura macroeconómica con una valoración atractiva.

Alternativos

Gestionando el ciclo de capital de los mercados privados

Volumen de desinversiones fondos de capital riesgo (EEUU)



Fuente: JP Morgan Asset Management.

Los activos no cotizados como el capital riesgo dan ciertas señales de agotamiento en el ciclo de capital, con la menor captación en 7 años durante el primer semestre del año. Esta caída está ocasionando a su vez una ralentización en el ciclo de desinversiones de los fondos ya activos, que se encuentran con una menor actividad en mercado. Nos encontramos por tanto en una fase del ciclo en la que comienzan a salir a luz algunos de los desafíos que hemos recogido en estas líneas en los últimos años, como la importancia de invertir con gestores contrastados, capaces de ejecutar el ciclo completo de capital de un fondo sin interrupciones; en un contexto de mercado donde la sobresaturación de capital y gestores se hizo especialmente palpable en los años post-pandemia. En este contexto, creemos que las estrategias de secundarios se pueden beneficiar de la necesidad de ventas forzadas de algunos inversores, encontrando oportunidades atractivas dentro de este contexto de mercado.

Respecto a los alternativos cotizados, el oro sigue destacando en el año con una subida del +30%. De manera similar a lo que sucede con la depreciación del USD, el movimiento alcista del oro no viene explicado por las variables fundamentales habituales. Con unos tipos de interés reales elevados y un sentimiento de mercado favorable para los activos de riesgo, el rally de un activo refugio como el oro en 2025 se explica por factores geopolíticos y cambios estructurales en la gestión de reservas de los bancos centrales globales, que han incrementado las compras para diversificar sus tenencias de USD.

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.

