

Outlook 2026

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:



Principles for
Responsible
Investment

//ABANCA
Inversiones

Un ciclo resiliente ante los desequilibrios

Introducción

El ciclo continuará madurando en 2026

Sin caer en el sesgo de extrapolación, anticipamos que 2026 mantendrá, en gran medida, las tendencias de crecimiento e inflación observadas a lo largo de 2025. Esperamos que el ciclo económico continúe su maduración, con un crecimiento en las economías desarrolladas en línea con su potencial a largo plazo, mientras que las economías emergentes liderarán el crecimiento económico global. En cuanto a la inflación, se mantendrá la divergencia que se ha abierto entre EE. UU. y Europa: proyectamos una inflación más persistente en la economía norteamericana frente a la estabilidad de precios que observamos en el Viejo Continente.

Tras un 2025 marcado por el giro histórico hacia el proteccionismo en EE. UU., la economía global ha demostrado su notable capacidad de adaptación y resiliencia. A pesar de los numerosos riesgos latentes —desde los geopolíticos hasta los desequilibrios fiscales de los Estados desarrollados—, consideramos que los sólidos fundamentales macroeconómicos respaldarán el escenario de crecimiento el próximo año. El consumo continuará soportando dicho crecimiento, apoyado por unos mercados laborales que, si bien se han enfriado en los últimos 12 meses, mantienen un equilibrio sostenible que esperamos se prolongue en 2026.

La inteligencia artificial (IA) será el centro de atención de los inversores y una de las principales fuentes de crecimiento económico, dadas las elevadas inversiones que se esperan. Su impacto económico será trascendental en los próximos años.

Diversificación y flexibilidad

Arrancamos 2026 buscando maximizar la diversificación de las carteras y capturar las primas de riesgo de los diferentes activos. Al mismo tiempo, mantendremos la flexibilidad necesaria para aprovechar las oportunidades que vayan surgiendo a lo largo del año. La volatilidad forma parte de la inversión, y la mejor manera de gestionarla es utilizarla a nuestro favor.

Mantenemos una clara infraponderación en activos monetarios y una sobreponderación en renta fija. Los activos monetarios presentan un coste de oportunidad muy elevado frente a otras alternativas de inversión. La renta fija, que ofrece una prima por plazo atractiva en los tramos intermedios de la curva, y determinados segmentos de la renta variable —como las compañías de dividendos, las pequeñas compañías o el sector salud— ofrecen expectativas de rentabilidad superiores a la media a largo plazo.

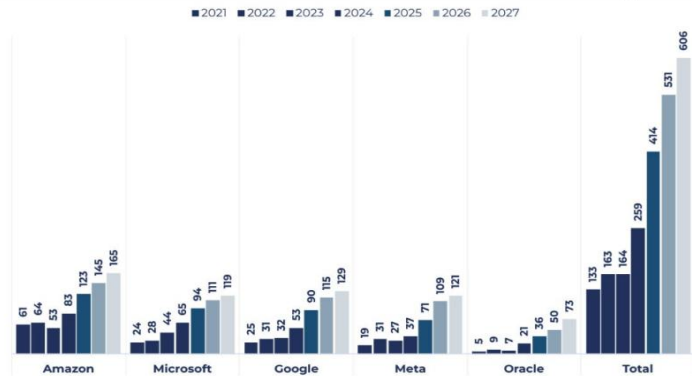
En esta fase del ciclo también será relevante identificar los activos a evitar, especialmente aquellos impulsados por la euforia y la especulación o aquellos valorados en base a expectativas irrealizables.

Los últimos tres años nos han demostrado la importancia de estar invertidos y evitar los sesgos emocionales en la toma de decisiones. Debemos guiarnos por una planificación a largo plazo, que nos aporte confianza en los momentos de tensionamiento a corto plazo de los mercados. Sin duda, 2026 volverá a ser un año en el que aplicar las lecciones del pasado dará sus frutos.

ABANCA House View

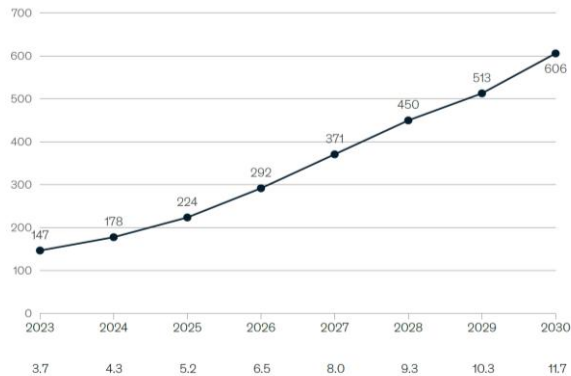
Megatendencias seculares

Estimaciones de inversiones grandes tecnológicas (Bn USD)



Fuente: Guinness.

Consumo de energía de centros de datos en EE.UU.(TWh)



Sobre la demanda total de energía de EE.UU. (%)

Fuente: McKinsey.

+ Inversión masiva

- › Se está invirtiendo capital de manera masiva en inteligencia artificial, con un impacto en la productividad aún difuso.
- › La disrupción no vendrá de los "asistentes" actuales, sino de los "agentes" autónomos capaces de razonar y ejecutar flujos de trabajo complejos sin supervisión.
- › Los ganadores se definirán por su capacidad para pasar del modelo de precio por usuario a modelos escalables.

+ El coste real de la IA

- › La demanda de energía de los centros de datos de EE.UU. se triplicará para 2030.
- › Esta tensión ya ha disparado los precios de la electricidad hasta un 267% en zonas clave, costes que se están trasladando a los consumidores
- › Esto genera una dependencia crítica del agua, creando un cuello de botella regulatorio.

Inteligencia Artificial

El verdadero precio de la revolución

De la inversión masiva al valor real

De cara a 2026, los inversores se enfrentan a la paradoja de la IA: una inversión de capital masiva con un impacto en la productividad todavía incipiente. Los gigantes tecnológicos lideran este gasto, con inversiones que superarán los 300.000 millones de dólares en 2025, y se espera que la IA represente el 80% de ese total para 2026. Sin embargo, a nivel empresarial, la realidad es que la mayoría de las compañías aún no ven un retorno real y medible. Esto se debe a que apenas el 5% de los proyectos de IA Generativa (GenAI) —la tecnología que impulsa este CAPEX masivo— ha llegado a producción.

La clave podría radicar en la transición de los "asistentes" (herramientas reactivas) a los futuros "agentes" autónomos. Estos no solo responden a una orden: razonan y ejecutan flujos de trabajo complejos sin supervisión humana. Este es el verdadero punto de inflexión, dado que un agente puede sustituir eficazmente el trabajo a nivel humano, alcanzando tasas de resolución de tareas del 60% sin intervención. La cuestión reside en qué empresas capturarán este valor. Los incumbentes a gran escala (como Salesforce o Microsoft) parten con ventajas estructurales: controlan los datos del cliente, el software de "misión crítica" y la confianza de los directivos.

Por otro lado, las startups ágiles innovan sin las ataduras de la tecnología heredada ni el riesgo de canibalizar ingresos, permitiéndoles construir soluciones 'nativas de IA'. La clave será vigilar la transición del modelo de negocio: el abandono del precio por usuario hacia modelos basados en el consumo. Esto será fundamental para identificar qué empresas logran que este nuevo modelo sea rentable y escalable, separando a los ganadores a largo plazo de la euforia especulativa.

La batalla por los inputs físicos: el coste real de la IA

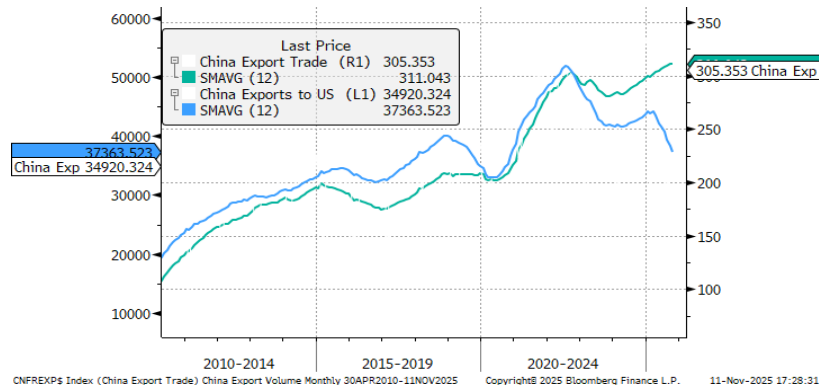
Más allá de la productividad, se plantea el problema del coste físico de la IA. La demanda de capacidad de los centros de datos y su sustancial consumo eléctrico se ha convertido en una prioridad estratégica nacional en EE.UU. Este consumo, además de masivo, se está intensificando: se estima que las necesidades de energía de los centros de datos estadounidenses se tripliquen para 2030, pasando de consumir el 3,7% de la electricidad total del país a casi el 11,7%. Los costes de congestión de la red en EE.UU. superaron los 7.000 millones de dólares en 2024, y los precios mayoristas de electricidad en zonas cercanas han subido hasta un 267%.

La intensa densidad de calor de la IA está volviendo obsoleta la refrigeración por aire, forzando al sector a adoptar la "refrigeración líquida directa (DLC)". Esto genera una dependencia crítica y subestimada del agua, creando un nuevo cuello de botella regulatorio. Un centro de datos medio consume el agua equivalente a 100.000 hogares, y cada conversación con ChatGPT "bebe" 500 ml para su refrigeración. Para los inversores, esto revela que el crecimiento de la IA no depende solo del software, sino de la modernización de la red eléctrica y la gestión eficiente del agua. La oportunidad de inversión se expande más allá de los creadores de IA hacia las empresas de infraestructura física, servicios públicos y tecnología de redes capaces de alimentar esta revolución.

Desglobalización

Seguridad por encima de la eficiencia

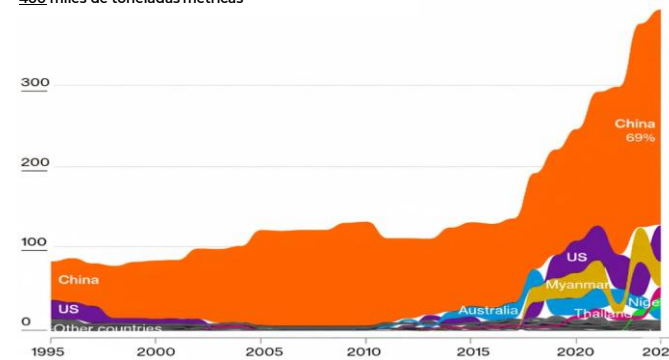
Exportaciones China: globales vs EE.UU.



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Productores mundiales de tierras raras

400 miles de toneladas métricas



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Proteccionismo

- › Fin a 90 años de globalización en 2025. EE.UU. cambia las reglas de juego del comercio mundial.
- › El volumen del comercio global se mantiene, si bien tendrá que adaptarse a la nueva realidad y buscar nuevas rutas.
- › Vuelta al bilateralismo y a los acuerdos regionales. Menor eficiencia de las cadenas de producción y mayores costes ("nearshoring").

+ Guerra tecnológica

- › Nuevo campo de batalla. Bloqueo físico (China) vs bloqueo digital (EE.UU.).
- › China controla las tierras raras (85% producción mundial), críticas para la fabricación de semiconductores, vehículos eléctricos y armamento.
- › EE.UU. controla los chips y la tecnología necesaria para desarrollar la IA de última generación.

Desglobalización

Seguridad por encima de la eficiencia

Vuelta al proteccionismo

2025 pasará a los libros de historia económica como el año en el que se puso fin a casi nueve décadas de reducción de barreras comerciales en EE.UU., con la imposición de aranceles recíprocos que incrementaban la tasa arancelaria media desde el 2,3% hasta el 9,7%. La era de las cadenas de producción sin fronteras e hiper eficientes está siendo remplazada por un foco en la seguridad nacional y la resiliencia económica.

A pesar de los acuerdos comerciales alcanzados posteriormente y la tregua firmada con China, la realidad muestra un nuevo contexto global de fragmentación en el comercio y una reconfiguración del mismo. No obstante, el resto de mundo ha mantenido su interconexión, al menos por ahora, y el 85% del comercio mundial, que sucede fuera de EE.UU., ha demostrado su adaptabilidad y resistencia ante el proteccionismo de la Administración Trump.

En los próximos años veremos más acuerdos comerciales regionales y bilaterales, que servirán de amortiguador ante los aranceles de terceros.

Guerra tecnológica: chips vs tierras raras

El verdadero campo de batalla de la desglobalización está en la tecnología, con un conflicto abierto por el control de los inputs más críticos en el s. XXI.

Por un lado, el “bloqueo físico” en el acceso a tierras raras por parte de

China, que domina el 85-90% de la extracción y procesamiento mundial de estos elementos cruciales para tecnologías como semiconductores, vehículos eléctricos y equipos médicos. Los controles a la exportación impuestos por China han tenido un impacto directo sobre numerosos sectores, desde las cadenas de producción automovilísticas en Europa hasta el sector de defensa en EE.UU., que depende de los imanes procesados en China para misiles, aviones de combate y sistemas de radar.

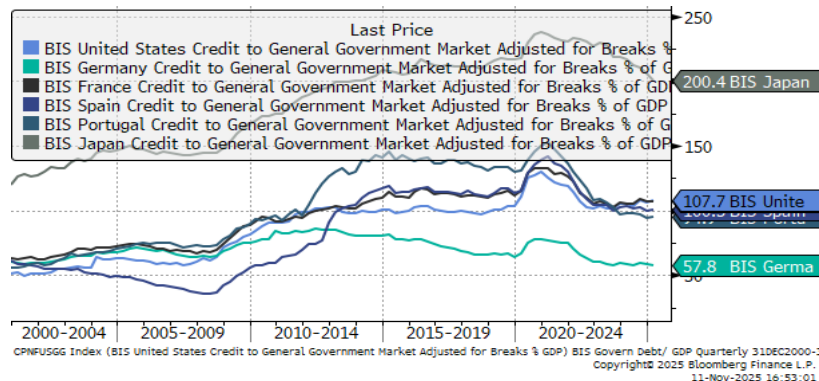
En el lado opuesto encontramos el “bloqueo digital” por parte de EE.UU. para frenar los avances de China en inteligencia artificial y modernización militar. La prohibición a la exportación de los chips de IA más avanzados, como el Blackwell de Nvidia, ha obstaculizado el desarrollo de la IA de última generación en China que se encuentra por detrás en la carrera por el desarrollo.

En los próximos años esperamos una consolidación de los bloques geopolíticos y económicos de oriente y occidente. Durante la próxima década veremos una economía global fragmentada en bloques competitivos, autosuficientes y menos optimizados. Esta búsqueda de la resiliencia implicará costes, con cadenas de suministro más caras, que implicarán presiones inflacionistas persistentes en determinados sectores.

Dominancia fiscal

Un (no tan) nuevo paradigma

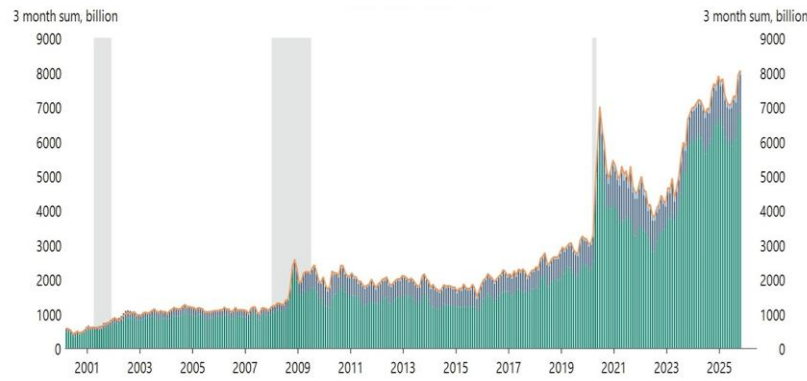
Ratio deuda pública/ PIB (BIS)



+ Déficit y deuda

- › La elevada deuda pública en los países desarrollados ha incrementado el coste de intereses.
- › Los bancos centrales, en teoría independientes, se ven obligados a valorar la sostenibilidad de la deuda en su toma de decisiones.
- › Política fiscal y monetaria seguirán sincronizadas en los próximos años.

Emisiones brutas deuda pública EE.UU. (acumulado 3m)



+ Infraestructura y defensa

- › Las necesidades de inversión en infraestructura y defensa chocan con la realidad de las cuentas públicas.
- › En Europa, las necesidades de inversión en defensa alcanzan los €2billones para conseguir el objetivo del 3,5% del PIB.
- › En EE.UU. el coste de intereses alcanzará el 5,4% del PIB en 2034 de mantenerse la actual trayectoria.

Dominancia fiscal

Un (no tan) nuevo paradigma

Déficit, deuda y bancos centrales

Las grandes economías desarrolladas están entrando en una nueva era en la que los bancos centrales se ven obligados a mantener unos tipos de interés artificialmente bajos para sostener el coste de la creciente deuda pública.

Economías como EE.UU., Francia, Japón o Reino Unido comienzan a padecer los efectos de una combinación de tipos de interés al alza y niveles de deuda o déficit públicos elevados. Esta situación está creando el incentivo para que los gobiernos presionen a los bancos centrales para reducir los tipos de interés.

Si bien EE.UU. sobresale por su confrontación explícita entre el gobierno y el banco central, otras economías desarrolladas se encuentran en una situación similar. La supuesta independencia de los bancos centrales, pilar fundamental del actual sistema monetaria y de las divisas fiat, está hoy en día más en duda que nunca.

Las consecuencias de este nuevo entorno son un potencial desacople entre los tipos de interés a corto plazo (influenciados por la política monetaria del banco central) y los tipos de interés a largo plazo, más influenciados por las expectativas del mercado respecto al crecimiento, la inflación y la sostenibilidad de la deuda.

El principal riesgo es una crisis de confianza sobre la situación fiscal de una de las grandes economías desarrolladas. Esto podría provocar que los tipos a largo plazo se “desanclen”, generando una crisis de deuda. Si

bien es un escenario improbable por el momento, el mercado ya ha dado avisos sobre los límites de la indisciplina fiscal en países como Reino Unido.

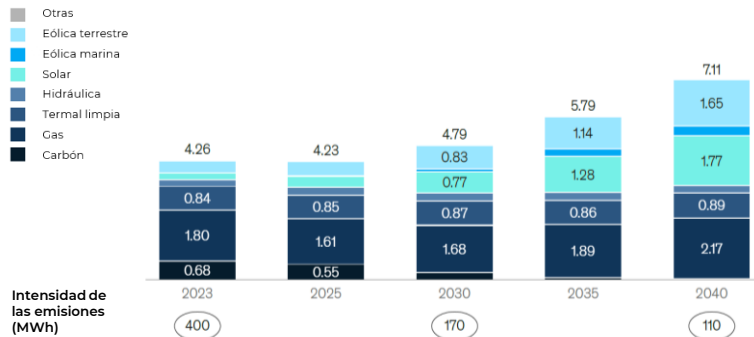
Impacto sobre la inversión y productividad

Esta dominancia fiscal presenta también efectos nocivos sobre el resto de sectores económicos. Los grandes volúmenes de emisiones de deuda pública captan capital que en otras circunstancias se podría usar para financiar nuevos proyectos o la formación de capital con el objetivo de mejorar la productividad a través de la innovación.

Con unas elevadas necesidades de inversión en infraestructura y defensa, la situación actual no tiene visos de revertirse a corto plazo. Los países europeos necesitarán incrementar el gasto militar en €2 billones hasta 2035 para alcanzar –y sostener– el objetivo de gasto del 3,5% del PIB. Los planes para recortar el déficit público en Europa no parecen realistas en el contexto actual por la magnitud de los recortes planteados y unas estimaciones de crecimiento, cuanto menos, optimistas.

En EE.UU., la deuda pública alcanzará el 110% del PIB en 2028, año en el que el déficit estructural alcanzará el -2,9%. Con un déficit proyectado superior al -6% en 2026 y 2027, el margen de maniobra de la política fiscal estadounidense es prácticamente nulo. La gestión del mismo será clave para determinar la evolución económica del país en los próximos años.

Mix de generación de energía en EE.UU. (PWh)

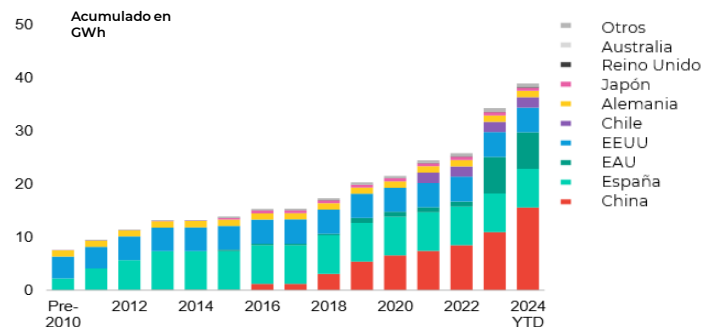


Fuente: McKinsey&Company.

+ El cuello de botella de la red

- › La red afronta un "shock" de demanda por la convergencia de tres frentes simultáneos: la descarbonización industrial, el vehículo eléctrico y la IA.
- › Una infraestructura envejecida choca con los objetivos de la IA, forzando a las tecnológicas a priorizar la continuidad operativa por encima de las metas de sostenibilidad.
- › El cuello de botella es la parálisis regulatoria y los plazos para permisos e interconexión de nuevos proyectos.

Capacidad global en almacenamiento de larga duración (LDES)



Fuente: Bloomberg

+ El almacenamiento de la energía es una urgencia

- › La inversión masiva en renovables se enfrenta al desafío crítico de la intermitencia, creando una urgencia por el almacenamiento.
- › El dominio del litio-ión (caro y geopolíticamente concentrado) es insuficiente, al ser una solución de "corta duración".
- › El ganador será la tecnología que resuelva el almacenamiento de larga duración y bajo coste.

Transición Energética

El desafío de la electrificación

El cuello de botella de la red: electrificación masiva

La transición energética y la revolución digital están convergiendo en un solo punto de fallo: la red eléctrica. Nos enfrentamos a una electrificación masiva y simultánea en tres frentes: la descarbonización de la industria, la movilidad con el uso de vehículos eléctricos, y el principal motor de este shock de demanda, la inteligencia artificial.

Se estima que las necesidades de energía de los centros de datos estadounidenses se tripliquen para 2030, pasando de consumir el 3,7% de la electricidad total del país a casi el 11,7%. Este sector representará entre el 30% y el 40% de toda la nueva demanda neta de energía de aquí a 2030.

El problema es que esta carga recae sobre una infraestructura envejecida y que aun depende de los combustibles fósiles para la capacidad latente, poniendo en jaque los objetivos “sin carbono” de los gigantes tecnológicos.

Esta tensión sistémica provoca que los compromisos de sostenibilidad estén pasando a un segundo plano, supeditados a la necesidad inmediata de mantener las operaciones. El principal freno estructural no es la tecnología ni el capital, sino la parálisis regulatoria y la cadena de suministro. Los plazos para los permisos de nuevas líneas de transmisión superan la década, mientras que la cola de interconexión para nuevos proyectos de generación ya excede los 2.000 GW solo en EE.UU. —más que toda la capacidad instalada existente—, con esperas que superan los cinco años. Para los inversores, este atasco reconfigura la oportunidad, desplazándola desde la mera IA hacia los habilitadores críticos de la electrificación, puesto que la nueva revolución digital será inviable sin la energía necesaria para desarrollarse.

La carrera por el almacenamiento se hace una urgencia

El cuello de botella de la red se intensifica por la intermitencia de las energías renovables, con una inversión en tecnologías limpias que ya duplica la de combustibles fósiles. La batalla se libra entre las baterías, dominantes en movilidad y respuesta rápida, y el hidrógeno, posicionado para la industria pesada.

Aunque las baterías de iones de litio dominan el mercado de vehículos eléctricos, enfrentan desafíos estructurales para el almacenamiento a escala de red. Su escalado es excesivamente caro y depende de una cadena de suministro de minerales críticos (litio, cobalto, níquel) geopolíticamente concentrada. China domina el procesamiento de estos minerales, creando un riesgo significativo que ya ha provocado fricciones comerciales, como los aranceles estadounidenses del 25%.

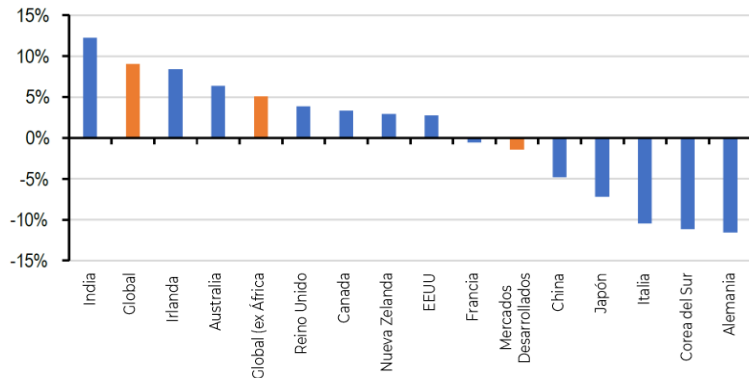
Más importante aún, su limitación es tecnológica: el litio-ión es una solución de “corta duración” (1-4 horas).

La red moderna necesita un Almacenamiento de Larga Duración (LDES). Esta incapacidad ha abierto la carrera a nuevas químicas (como el Zinc o el Hierro-Aire) que prometen ser hasta diez veces más baratas, usar materiales abundantes y almacenar energía durante 100 horas o más. El hidrógeno, por su lado, se enfoca en la descarbonización de la industria pesada (acerías, fertilizantes), pero su desarrollo depende casi por completo de los subsidios, ya que el hidrógeno verde sigue costando más del doble que el gris. En última instancia, la tecnología que resuelva el almacenamiento a largo plazo y a bajo coste será el habilitador crítico que desbloquee no solo la red renovable, sino el propio crecimiento exponencial de la inteligencia artificial.

Demografía

Una tendencia decreciente con nuevas oportunidades

Crecimiento de la población en edad de trabajar 2024-2034 (%)

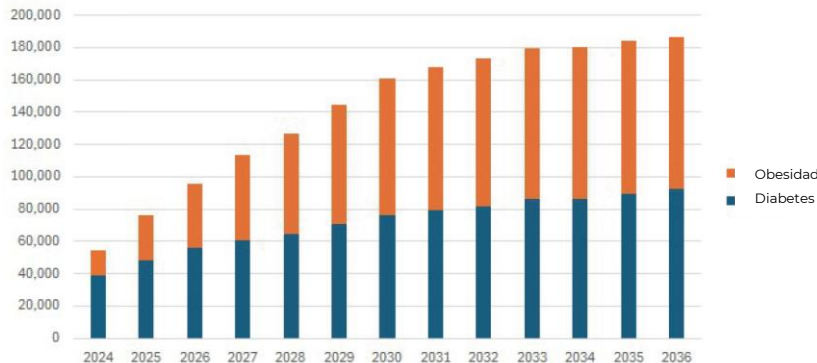


Fuente: ONU, JP. Morgan

+ Envejecimiento demográfico

- › El envejecimiento demográfico contrae la fuerza laboral global, generando una escasez estructural de talento que impulsa la inflación salarial.
- › La automatización pasa de ser una optimización de costes a un imperativo estratégico para cubrir los puestos vacantes.
- › La IA solo desbloqueará un salto real de productividad si se integra con otras tecnologías clave, como la computación en la nube.

Estimación de ventas globales de GLP-1 2024-2036



Fuente: JP.Morgan

+ Oportunidad en longevidad

- › El envejecimiento demográfico desplaza el foco de consumo desde la extensión temporal hacia la productividad y las mejoras en la calidad de vida.
- › Los vectores disruptivos como los GLP-1, la IA y la revolución de la salud celular (NAD+) convergen para transformar el sector.
- › La longevidad deja de ser un nicho de salud para consolidarse como un motor de consumo masivo.

Demografía

Una tendencia decreciente con nuevas oportunidades

Envejecimiento poblacional: lucha por el talento global

El envejecimiento poblacional y el colapso de las tasas de natalidad son la fuerza macroeconómica más potente y restrictiva de nuestro tiempo, afectando a todas las principales economías, incluidas China, Europa y EE.UU. Esta tendencia ha provocado una contracción de la población mundial en edad de trabajar, generando una escasez estructural de talento. Dicha escasez refuerza el poder de negociación laboral, convirtiéndose en un motor clave de inflación estructural al impulsar una presión alcista sobre los costes salariales. A medida que se intensifica la "lucha global por el talento", la inmigración cualificada se convertirá en un diferenciador crítico para el crecimiento.

Ante la imposibilidad de cubrir millones de puestos, las empresas se ven forzadas a buscar soluciones en la automatización, no como una optimización de costes, sino como un imperativo estratégico. China es el principal caso de estudio: aunque su población ha disminuido por tercer año consecutivo, su dominio manufacturero se acelera gracias a una adopción masiva de robótica. El país instaló 295.000 nuevos robots industriales el año pasado —más de la mitad del total mundial— y opera ya más de 2 millones de unidades que llenan los vacíos laborales en tareas repetitivas.

Lo que la robótica está haciendo por el trabajo manual, la IA lo hará por el trabajo de conocimiento. El verdadero impulso a la productividad, sin embargo, no vendrá de la IA de forma aislada. Estudios económicos asocian el uso de la IA por sí sola con un modesto aumento del 2% en la productividad laboral. No obstante, las empresas que integran la IA en conjunto con otras tecnologías clave, como la computación en la nube, podrían registrar ganancias promedio de hasta el 12%.

Oportunidades derivadas de una tendencia: longevidad

El envejecimiento demográfico plantea un cambio de paradigma más allá de sus implicaciones tradicionales: el aumento de la esperanza de vida ha desplazado el foco del consumidor desde la mera extensión temporal hacia la optimización de la calidad y productividad de esos años adicionales. Esta transición cataliza una convergencia estructural entre biotecnología, salud y nuevos hábitos sociales. Esta dinámica se apoya en vectores disruptivos como los fármacos GLP-1 —que por primera vez están logrando revertir la tendencia de la obesidad, especialmente en EE.UU.— y la IA, que actúa como catalizador crítico para acelerar el descubrimiento de fármacos y la medicina de precisión, pero va más allá para incorporar la revolución de la salud celular. En este ámbito destaca el auge del NAD+ y sus precursores, moléculas críticas para la energía mitocondrial cuyos niveles descienden con la edad; su adopción se ha generalizado entre las nuevas generaciones, que buscan potenciar proactivamente su función cognitiva y rendimiento metabólico.

Esta demanda dual redefine el mercado: mientras el segmento de mayor edad prioriza la gestión de patologías crónicas y la tecnología asistencial para preservar su independencia, los jóvenes impulsan el sector de nutracéuticos avanzados como herramienta de prevención y rendimiento. Con un 43% de los consumidores identificando ya la suplementación como su vía preferente para la longevidad, el sector deja de ser un nicho de salud para consolidarse como un motor transversal de consumo masivo.

ABANCA House View

Ciclo

El ciclo global de un vistazo

ABANCA House View

+ EE.UU.

- › Resiliencia económica.
- › Impulso fiscal y Capex IA.
- › Inflación persistente.



+ Emergentes

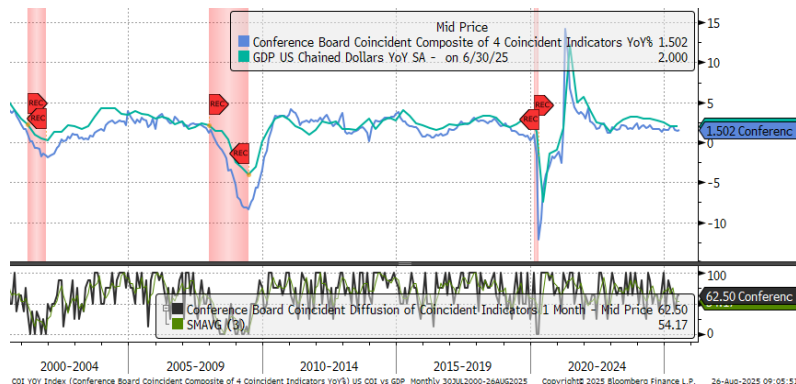
- › Motor del crecimiento global.
- › China y sus retos internos.
- › India buscando su lugar.

+ Europa

- › Crecimiento estable.
- › Defensa e infraestructura.
- › Inflación controlada.

Crecimiento moderado en 2026, inflación persistente

Índice coincidente del Conference Board vs. PIB EE.UU. (YoY)

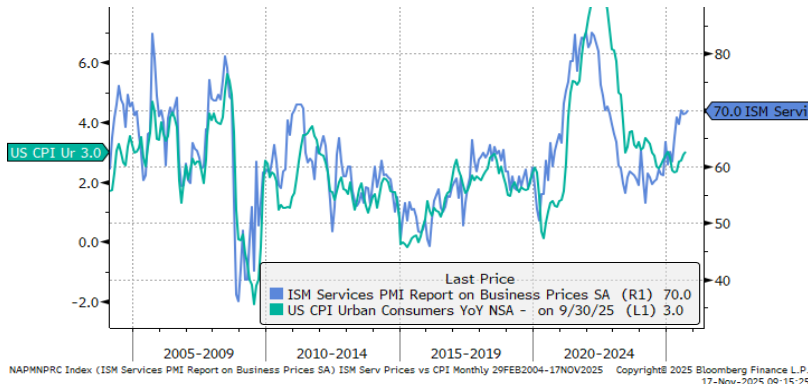


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Estimación de crecimiento del 1,8% en 2026, mostrando la resiliencia e inercia positiva de la economía estadounidense.
- › El mercado laboral se reequilibrará gradualmente manteniendo el desempleo en torno al 4,5%; cuya solidez sostendrá el crecimiento salarial en niveles elevados.
- › El consumo mantendrá su resiliencia, acompañado del impulso fiscal y de la inversión en IA.

IPC EE.UU. vs. Componente de precios de ISM servicios



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Inflación

- › Estimación de inflación del 2,9% en 2026, persistente y lejana del objetivo.
- › La persistencia inflacionaria se fundamenta en la rigidez del componente de servicios sumado al efecto de los aranceles que no se ha filtrado completamente a los precios.
- › La política fiscal presionará la independencia de la Fed, y su lucha contra la inflación sin exacerbar el coste de la deuda.

La IA se convierte en un nuevo motor económico

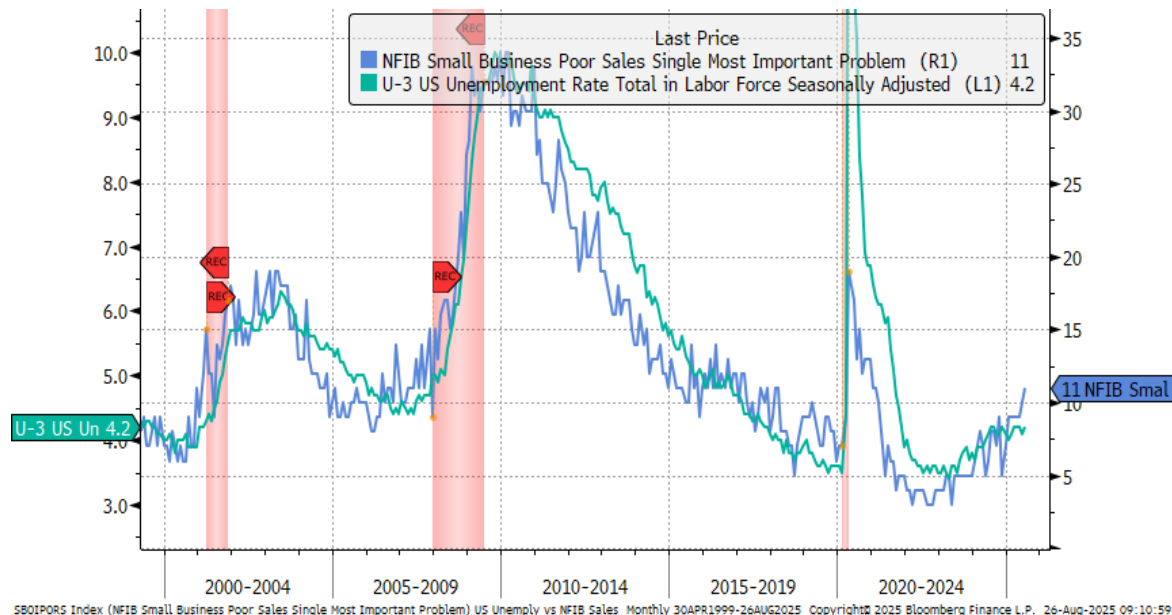
Crecimiento interanual componentes PIB (EE.UU.): inversión en equipamiento tecnológico, consumo e inversión residencial

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Transformando el modelo económico

- › En el 1T25 la inversión en IA contribuía más al crecimiento del PIB que el consumo en EE.UU..
- › Los planes de inversión alcanzan los \$2,7 billones hasta el 2030. Esto compensará la desaceleración de otros sectores.
- › Nuevo sector estratégico de la economía que cambiará incluso la distribución poblacional.

Enfriamiento progresivo del mercado laboral

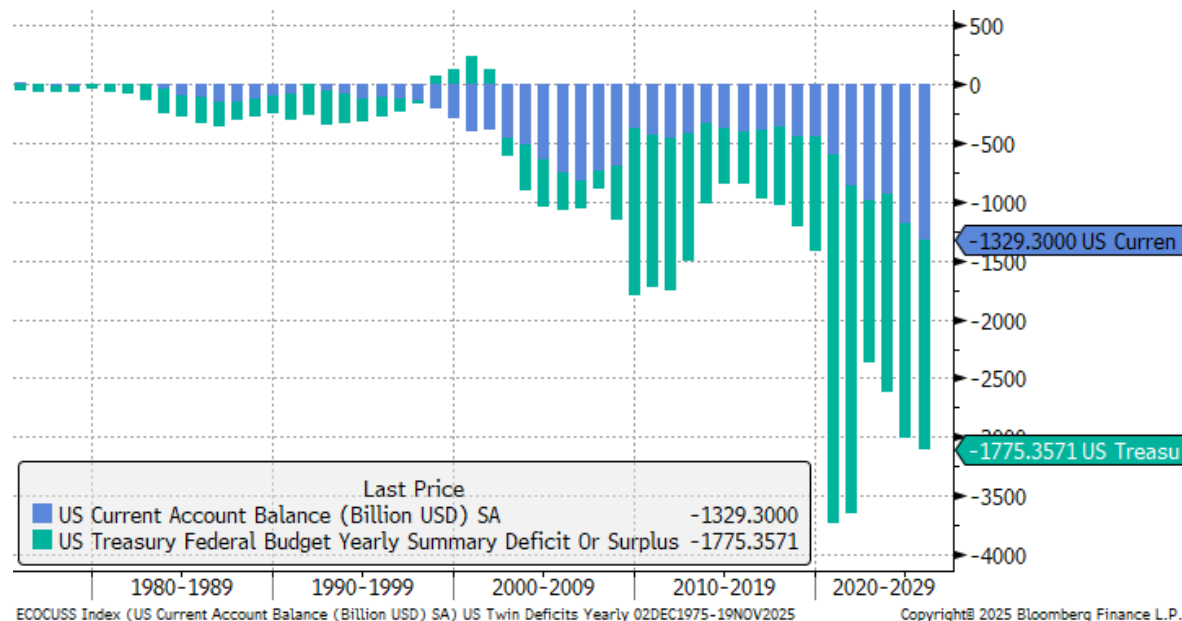
Encuesta de pequeñas compañías (NFIB) vs. Tasa de desempleo en EE.UU.

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Menor ritmo de creación de empleo

- › Encuestas de pequeñas empresas apuntan a un repunte de la tasa de desempleo hacia el 4,5% en los próximos meses.
- › La creación de empleo por parte de pequeñas compañías se modera, registrando la primera caída en las planificaciones desde mayo.
- › Esperamos que el mercado laboral continúe su proceso de reequilibrio de forma gradual, mostrando un progresivo enfriamiento. Las políticas de inmigración frenarán la creación de nuevos empleos.

Déficits gemelos: un desequilibrio sin (fácil) solución

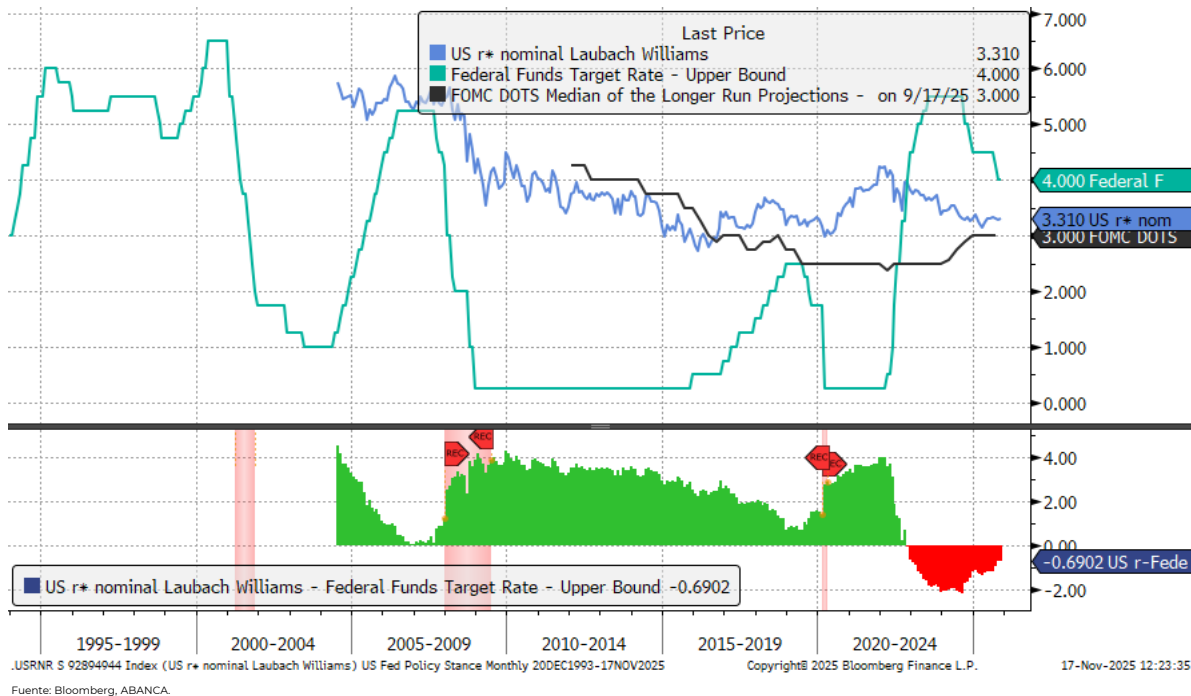
Evolución déficit fiscal y balance por cuenta corriente en EE.UU. (1975-2025)

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Por encima de sus posibilidades

- › La política arancelaria no ha dado muestras de resolver el déficit comercial, que sigue aumentando.
- › En el plano fiscal, la aprobación de la One Big Beautiful Bill (OB BB) mantiene un déficit récord para un periodo de expansión.
- › Impacto negativo sobre tipos y USD. Dependencia externa y trampa “proteccionista”.

Tipo de interés Reserva Federal vs. Estimación tipo interés neutral



Continúa en entredicho la independencia

- › La Fed se encuentra en una compleja encrucijada entre una inflación todavía elevada y el mercado laboral que muestra enfriamiento progresivo.
- › La independencia de la Fed se pone en entredicho con la Presidencia siendo nominada por Trump en 2026.
- › Esperamos tipos de interés al 3% a finales de 2026 en EE.UU.. Bajadas adicionales podrían aumentar las dudas sobre la monetización de la deuda.

Crecimiento moderado, inflación persistente

La economía estadounidense ha demostrado una resiliencia notable a lo largo de 2025, superando la elevada incertidumbre que se instaló a principios de año, particularmente tras el “Liberation Day” y el anuncio de una escalada en la Guerra Comercial, cuyo impacto de aranceles se temía pudiese desencadenar una recesión.

No obstante, la progresiva desescalada y los acuerdos comerciales han contenido el efecto, dejando un aumento del arancel medio del 2% al 12%, coste que, en gran medida, ha sido asumido hasta ahora por el tejido empresarial. El consumo ha mantenido un sólido ritmo de aumento en el gasto, lo que sugiere que seguirá siendo el pilar fundamental durante 2026, incluso ante la persistencia de los precios. Al consumo se le sumará a partir de 2026 la IA como uno de los motores económicos más relevantes. La inversión en centros de datos y energía será un contribuidor positivo al crecimiento, mitigando incluso las debilidades del consumo como ya vimos en el IT25.

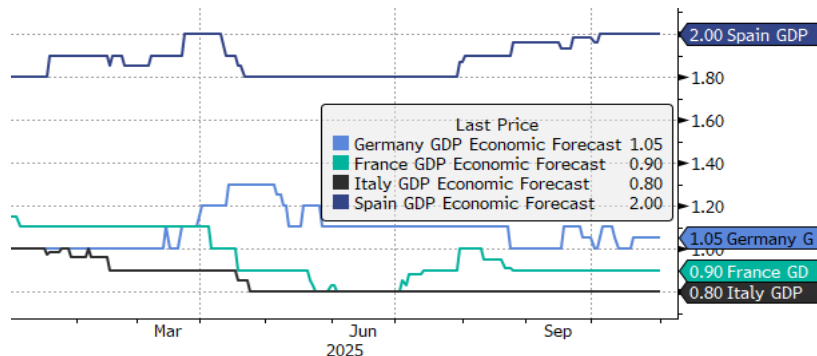
Por ello, nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 es de moderación, manteniendo la senda de 2025 y situándose en el entorno del 1,8%. Si bien el mercado laboral continuará con su enfriamiento, se ha constatado que se trata de un proceso mucho más gradual del inicialmente estimado, con la política de inmigración jugando a favor de un mercado laboral todavía tenso. Consecuentemente, no estimamos que la tasa de desempleo aumente drásticamente, manteniéndose en un nivel históricamente fuerte entorno al 4,5% para finales de año, lo que seguirá impulsando un crecimiento salarial elevado, aunque con cierta desaceleración respecto al 4% actual.

Respecto a la inflación, continuará su persistencia situándose en el entorno del 2,9% a finales del 2026. Esta tenacidad está fundamentada precisamente en la mencionada resiliencia del consumo, en la filtración incompleta de los aranceles a los precios finales, y sobre todo en el componente de servicios, que se mantiene robusto por la rigidez del mercado laboral.

En cuanto a la política fiscal interviene como uno de los riesgos más significativos para el 2026: el persistente déficit fiscal, representando un 6% del PIB, y la consecuente necesidad de financiación por parte del Tesoro. La dominancia fiscal se constituye como uno de los problemas más significativos, ya que el elevado nivel de deuda dificulta que la Fed mantenga los tipos altos sin poner en peligro las finanzas del país a largo plazo, mientras que una inflación elevada actúa como el mecanismo menos doloroso para monetizar la deuda.

Por lo tanto, la política monetaria será especialmente compleja en el año 2026. Estimamos que el tipo neutral (r^*) se situará alrededor del 3,0-3,25%. La Reserva Federal se encuentra en una encrucijada entre una inflación persistente y el enfriamiento gradual del mercado laboral, todo ello teniendo en cuenta la fragilidad de las finanzas públicas. Para tomar decisiones impopulares en el corto plazo que aseguren la estabilidad a largo plazo, será esencial preservar la independencia de la Fed frente a las presiones fiscales. La combinación de estos factores requerirá una gestión monetaria excepcionalmente calibrada para evitar exacerbar el riesgo fiscal o ceder el control sobre las expectativas de inflación.

Expectativas de crecimiento PIB para 2026



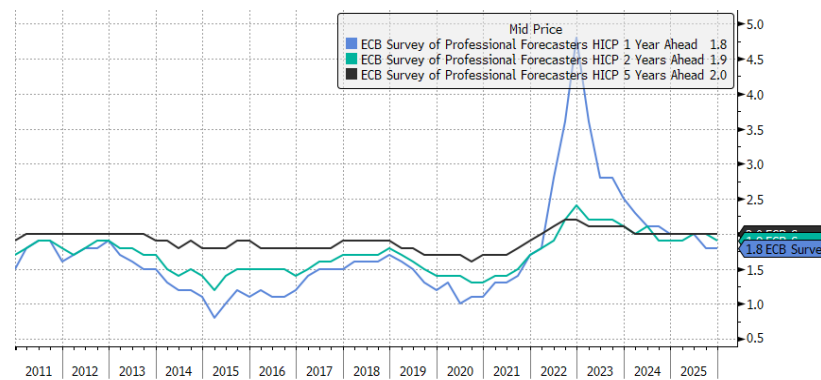
EGDGE 26 Index (Germany GDP Economic Forecast) EZ GDP 26 Forecast Daily 01JAN2025-31OCT2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 17-Nov-2025 10:50:10

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Crecimiento

- › Crecimiento esperado del +1,1% para el conjunto de la Eurozona en el año.
- › El plan fiscal alemán será progresivo, mostrando sus primeros efectos en 2026. La incertidumbre política en Francia podría lastrar al conjunto de la Eurozona.
- › Conjuguar la consolidación fiscal con la necesidad de gasto en infraestructura y defensa sigue siendo el principal reto.

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



ECSPCP1Y Index (ECB Survey of Professional Forecasters HICP 1 Year Ahead) ECB expectativas ipc Monthly 21NOV2010-17NOV2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 17-Nov-2025 10:47:44

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

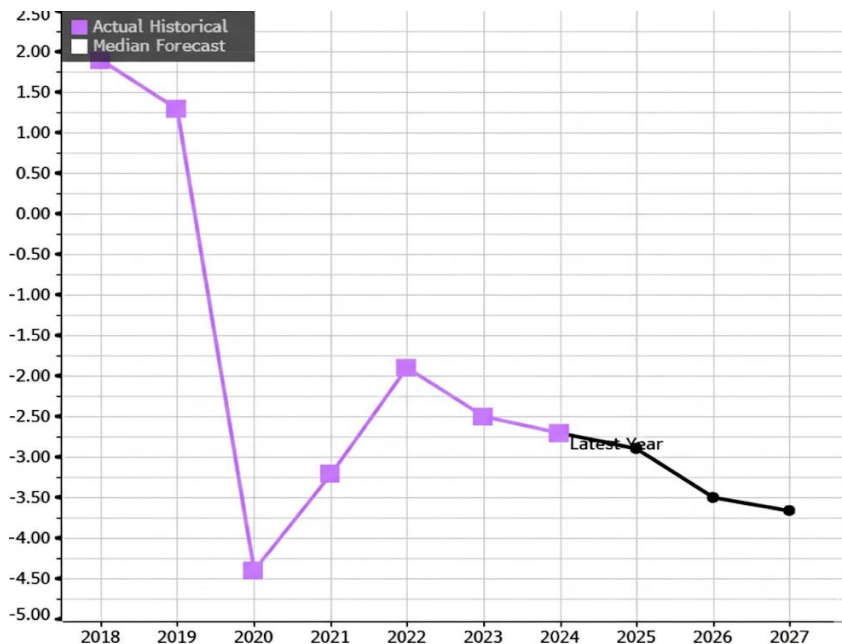
+ Inflación

- › Inflación esperada del 1,8% a finales de 2026. Efecto base positivo de la energía.
- › Sin presiones inflacionistas en el horizonte, flexibilidad en la política monetaria.
- › Riesgos externos: aranceles y 'shock' de materias primas. Expectativas ancladas.

Europa

Alemania y la gran esperanza europea

Evolución y previsiones déficit fiscal/ PIB de Alemania



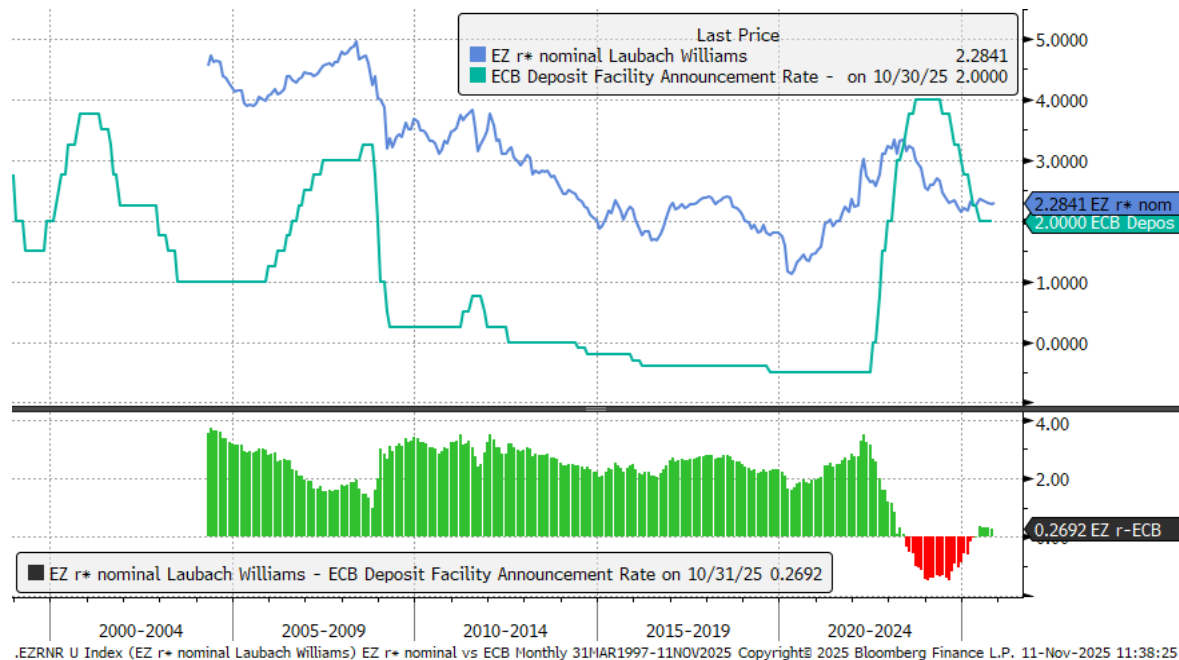
Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Cambio de juego

- › El plan fiscal alemán no tiene precedentes, con una inversión anunciada de €500 mil mll a 10 años.
- › Se estima que una quinta parte del plan se despliegue en 2026, con foco en infraestructura y defensa.
- › La actual sobrecapacidad industrial da margen para incrementar la demanda sin presiones inflacionistas a corto plazo.

Europa

El BCE mantendrá los tipos neutrales en 2026

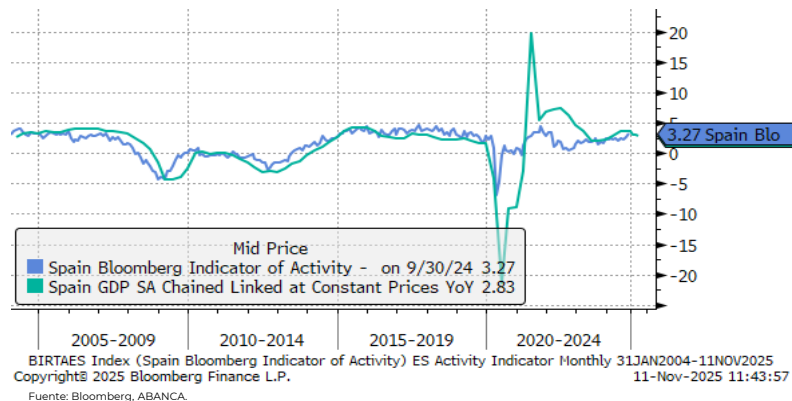
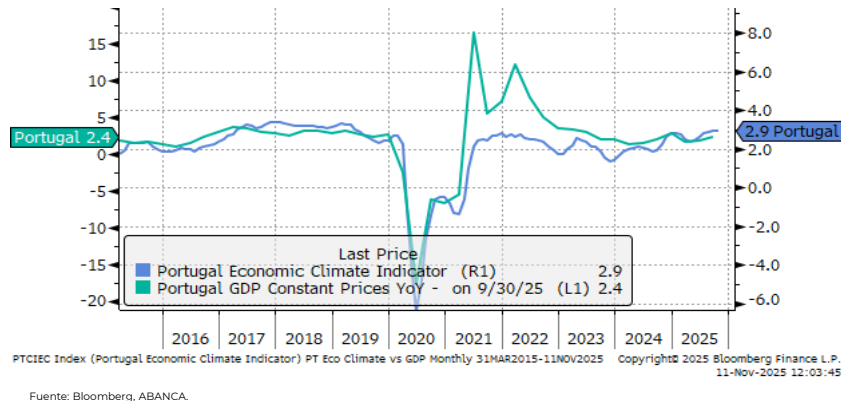
Tipo de interés del BCE vs. Estimación tipo de interés neutral

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Flexibilidad para afrontar diferentes escenarios

- › El BCE ha situado los tipos en su nivel neutral (2%). Esto le da flexibilidad tanto al alza como a la baja.
- › Una potencial bajada de 25pb parece irrelevante en el contexto a largo plazo de la economía europea.
- › La política monetaria será dependiente de la política fiscal (estímulos en Alemania y estabilidad fiscal en Francia).

España y Portugal brillarán al unísono en 2026

Crecimiento PIB nominal vs. Indicador de actividad (España)PIB Portugal (% interanual) vs. Producción Industrial (% interanual)**+ España**

- › Crecimiento esperado del 2,0% en 2026, liderando entre las principales economías europeas.
- › El crecimiento se normaliza respecto a los últimos años. Flujos migratorios y gasto fiscal seguirán apoyando, junto con el sector servicios.
- › Inflación esperada del 2,0% a finales de 2026. Riesgos de persistencia de la inflación están contenidos.

+ Portugal

- › Crecimiento esperado del 2,0% en 2026, por encima de la media europea. Los recortes de impuestos apoyarán al consumo tras el incremento del coste de la vida.
- › La capacidad fiscal sitúa al país en una posición privilegiada para gestionar 'shocks' externos.
- › Inflación esperada del 2,0 % en 2026.

Europa

Buscando un nuevo motor de crecimiento

La Eurozona encara 2026 buscando resolver sus desafíos. Tras haber ganado la costosa batalla contra la inflación, la región se enfrenta a la cruda realidad de un crecimiento anémico, profundas divergencias estructurales y una significativa dependencia del ciclo comercial global, afectado por los aranceles impuestos por parte de EE.UU.. Nuestro escenario central proyecta un crecimiento del PIB real de apenas un 1,1% para 2026, un desempeño notablemente inferior al de EE.UU. y las economías emergentes.

La buena noticia es que el objetivo principal del Banco Central Europeo (BCE) parece haberse alcanzado. Se espera que la inflación general se modere hasta el 1,8% en promedio durante 2026, situándose cómodamente dentro del rango objetivo del BCE. Esta victoria sobre la inflación, lograda a través del ciclo de subidas de tipos más agresivo de la historia del banco, es lo que define el panorama de 2026.

La política monetaria del BCE cuenta con una gran flexibilidad en estos momentos, situada en nuestra estimación del tipo neutral (2,0%). Si bien en nuestro escenario central no esperamos movimientos de tipos en Europa en 2026, reconocemos la capacidad del BCE para realizar al menos una bajada que apoye al crecimiento. No obstante, desde un punto de vista del ciclo a largo plazo, unos tipos al 1,75% o al 2,0% se convierten prácticamente en irrelevantes.

Alemania será sin duda el foco de atención en 2026. El sector industrial alemán sufre un estancamiento estructural debido a los altos costes energéticos, el impacto de los aranceles y la intensa competencia

global en sectores clave como el automotriz. Mientras el núcleo industrial europeo no recupere su dinamismo, el crecimiento de toda la Eurozona permanecerá deprimido. Por ello, el plan de estímulo fiscal orientado a infraestructura y defensa será clave. Se trata de un cambio sin precedentes en la política fiscal alemana y si bien los resultados tardarán un tiempo en sentirse, creemos que veremos ya un impulso a la actividad en 2026. Esto son sin duda buenas noticias para una economía que se ha pasado los últimos 2 años en recesión y cuyo tamaño (en términos de PIB real) continúa siendo el mismo que en 2019.

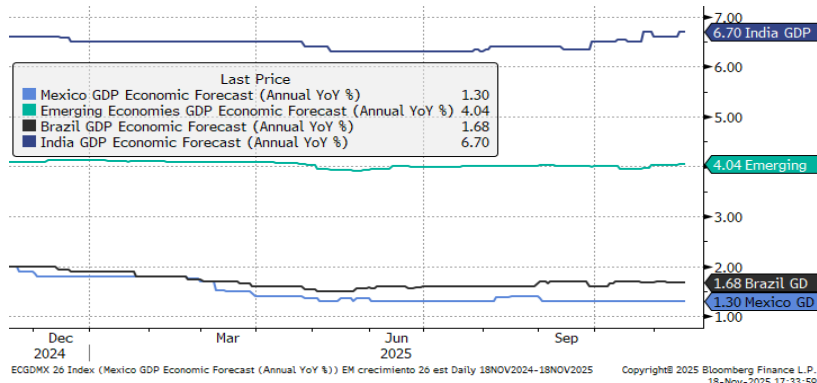
En el resto de las economías no esperamos un impulso fiscal tan significativo dadas las estrecheces de las cuentas públicas. El ejemplo más evidente lo encontramos en Francia, donde la necesaria consolidación fiscal está generando una crisis política en el país. De no encontrarse la estabilidad necesaria y llevar a cabo las reformas pertinentes, vemos en riesgo el escenario central de crecimiento del 0,9% en Francia en 2026.

En resumen, 2026 será un año en el que la Eurozona deberá sentar las bases para su desarrollo económico de los próximos años. La inflación está controlada, pero el precio ha sido un crecimiento casi nulo en los últimos años.

Emergentes

Impacto arancelario y necesidad de estímulos para seguir liderando

Mercados Emergentes- Estimaciones crecimiento PIB 2026

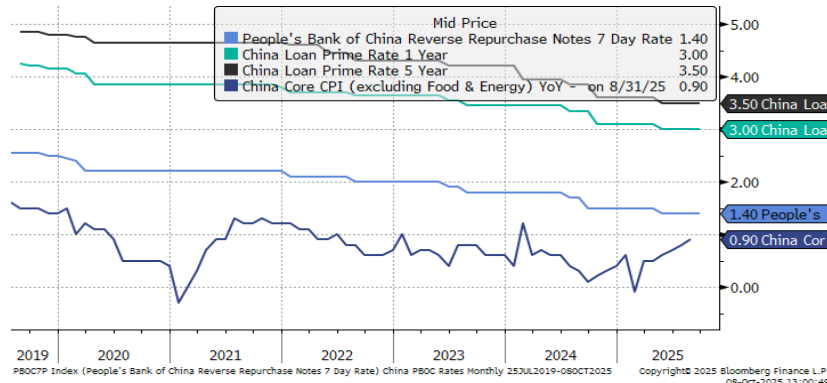


Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ Emergentes

- India se consolida como motor del bloque en 2026 con un crecimiento esperado del 6,6% frente a la moderación del 1,7% en Brasil.
- Impacto comercial asimétrico en 2025: resiliencia en India y Brasil frente al deterioro de México.
- La política monetaria marca el ritmo: Brasil mantiene la restricción con tipos al 15% para anclar precios, mientras México inicia la normalización en niveles del 7,25%.

China- Tipos de interés para préstamos vs. Inflación subyacente



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

+ China

- Crecimiento esperado del 4,3% en 2026.
- La desaceleración de la economía continúa, fundamentada en la profunda crisis inmobiliaria del país que afecta al consumo interno. El sector exterior ha perdido su capacidad de contrapeso.
- Será crucial la ejecución de los estímulos por parte de las instituciones que el mercado anticipaba y que han resultado insuficientes para reactivar la demanda interna este año.

Emergentes

Impacto arancelario y necesidad de estímulos para seguir liderando

Emergentes: la guerra comercial impacta en el año

El ejercicio 2025 en los Mercados Emergentes ha estado definido por la reconfiguración comercial estadounidense, donde la incertidumbre y las nuevas barreras proteccionistas han actuado como un severo freno externo. Brasil e India absorbieron en parte el impacto directo de agresivos incrementos arancelarios en agosto, con tasas adicionales del 40% y hasta el 50% respectivamente. Pese a este choque, India logró desmarcarse gracias a una robusta demanda interna y a la importación de bienes de capital, compensando la moderación externa.

Paralelamente, la economía brasileña exhibió una notable resiliencia frente a la volatilidad cambiaria y la incertidumbre fiscal. En contraste, México sí acusó el impacto arancelario en su sector manufacturero y consumo, dejando a la economía operando por debajo de su potencial.

De cara a 2026, la divergencia en las políticas monetarias dictará el ritmo de la recuperación. En Brasil, la prudencia se mantendrá como norma; con una postura ultra restrictiva y tipos al 15% para terminar de anclar una inflación que desciende hacia el 4,68%, el dinamismo se verá limitado, por lo que esperamos un crecimiento del 1,7%. En México, el proceso de normalización ya ha comenzado con tipos de interés al 7,25%, y confiamos en que la continuidad de una política más laxa logre reactivar la actividad a lo largo del ejercicio con un crecimiento esperado del 1,3%.

Finalmente, India se consolidará como el motor del bloque con un crecimiento esperado del 6,6%; las expectativas de un acuerdo comercial favorable y los recortes impositivos seguirán blindando su fortaleza estructural.

China: desacelerando a la espera de estímulos

La economía china ha confirmado a lo largo de 2025 una desaceleración estructural, lastrada fundamentalmente por una crisis inmobiliaria profunda que continúa actuando como freno para la actividad. La inversión inmobiliaria se encamina a cerrar el ejercicio registrando la mayor caída anual de su historia. Además, continuamos viendo lastrada la confianza doméstica y debilitado el consumo privado, evidenciado en las persistentes caídas de las ventas minoristas a lo largo del año. Paralelamente, el sector exterior ha perdido su capacidad de contrapeso: la contracción de las exportaciones, agravada por la debilidad de la demanda global y las tarifas estadounidenses, no ha podido ser compensada totalmente pese a los esfuerzos estratégicos por reorientar los flujos comerciales hacia el resto de Asia.

Ante este escenario, la respuesta institucional en el tramo final del año ha evitado los estímulos masivos inmediatos; la estrategia de Pekín parece centrarse en el saneamiento de balances, priorizando la resolución de la deuda de los gobiernos locales para establecer una base fiscal más sólida de cara al próximo ciclo. En este contexto, el foco se desplaza hacia 2026, ejercicio para el que proyectamos un crecimiento del 4,3%, y donde será determinante que las autoridades abandonen la cautela actual ejecutando medidas más contundentes —incluyendo una política monetaria más laxa—. Estas acciones serán cruciales para detener el declive de la inversión, revertir la debilidad del consumo derivada de la falta de confianza y evitar que la corrección inmobiliaria continúe drenando el crecimiento potencial del país.

- Negativo

20%

Estanflación y desconfianza

- › La dominancia fiscal y/o la fragmentación global se materializan.
- › Pinchazo del sector IA arrastra a los mercados y la economía.
- › Conflicto geopolítico genera un 'shock' de oferta que reacelera la inflación. El consumo se hunde ante el incremento de precios.
- › Bancos centrales mantienen tipos de interés elevados para contener la inflación, presionando las cuentas públicas.
- › Déficits públicos se amplían por la desaceleración de la actividad. El mercado pone en el foco los desequilibrios fiscales.

= Neutral

65%

Ciclo maduro y resiliente

- › Crecimiento global en línea con los potenciales a largo plazo en las principales economías.
- › EE.UU. mantiene su velocidad de crucero. Los catalizadores positivos como el consumo y el impulso fiscal mitigan el impacto de los aranceles.
- › Europa inicia una nueva fase liderada por Alemania, a la espera de reformas estructurales de mayor calado.
- › China continúa su trayectoria de maduración, con un crecimiento del 4,3%. Se mantienen las medidas de apoyo sin grandes reformas estructurales.
- › BCE mantiene los tipos sin cambios y la Fed hasta el 3,0%.

+ Positivo

15%

Boom de productividad-IA

- › Aceleración del crecimiento global por una mejora de la productividad fruto de la adopción de la IA.
- › La desregulación y bajadas de impuestos estimulan la inversión corporativa y el consumo.
- › Escenario de "goldilocks" con una aceleración del crecimiento que no recalienta la inflación.
- › Bancos centrales apoyan con tipos de interés en niveles neutrales.
- › Política fiscal favorable con inversiones estratégicas (infraestructuras, energía, defensa).

Principales riesgos macroeconómicos

ABANCA House View

Deuda y crisis de confianza

- › Incremento de las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de los Estados desarrollados.
- › Las necesidades de financiación de los gobiernos supera la capacidad de absorción de las nuevas emisiones.
- › Pérdida de confianza sobre la deuda pública provoca un incremento de los tipos de interés que aumentan los costes de financiación.

Crisis geopolítica

- › Escalada de los conflictos abiertos en Ucrania y Oriente Medio.
- › Nuevo conflicto en Asia entre China y Taiwan.
- › Ruptura del bloque EE.UU.-Europa.
- › Imposición de bloqueos a la exportación de chips y tierras raras paraliza las cadenas de producción globales.

Vuelta de la inflación

- › Error de política monetaria en EE.UU. provoca una reaceleración de la inflación.
- › Los estímulos fiscales provocan un incremento de la demanda en EE.UU. y Europa (plan fiscal alemán).
- › El deterioro de la confianza en las divisas fiduciarias provoca una devaluación de estas frente a activos reales.

	PIB			Inflación		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Global	2,9	2,8	3,0	3,4	3,4	3,2
Estados Unidos	1,8	1,8	2,0	2,8	2,9	2,5
Eurozona	1,3	1,1	1,5	2,1	1,8	2,0
Alemania	0,2	1,1	1,5	2,2	1,9	2,0
España	2,8	2,0	1,9	2,6	2,0	2,0
Francia	0,7	0,9	1,2	1,1	1,5	1,8
Italia	0,5	0,7	1,0	1,7	1,6	1,8
Portugal	1,7	2,0	2,0	2,2	2,0	1,9
Reino Unido	1,4	1,2	1,4	3,4	2,5	2,2
Japón	1,1	0,7	0,8	3,0	1,8	1,9
Emergentes	4,0	4,0	4,0	3,1	2,7	2,7
Brasil	2,2	1,7	2,0	5,0	4,2	3,8
China	4,8	4,3	4,2	0,0	0,8	1,1
India	6,5	6,6	6,2	4,6	2,8	4,0
México	0,5	1,3	2,0	3,8	3,7	3,7

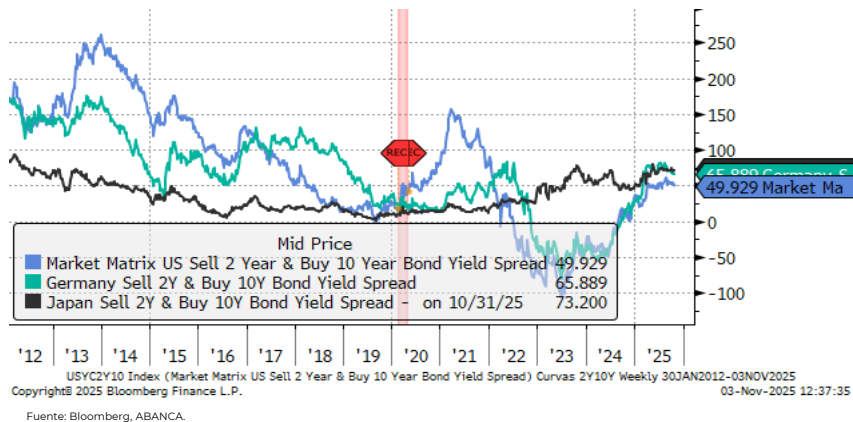
ABANCA House View

Asignación de activos

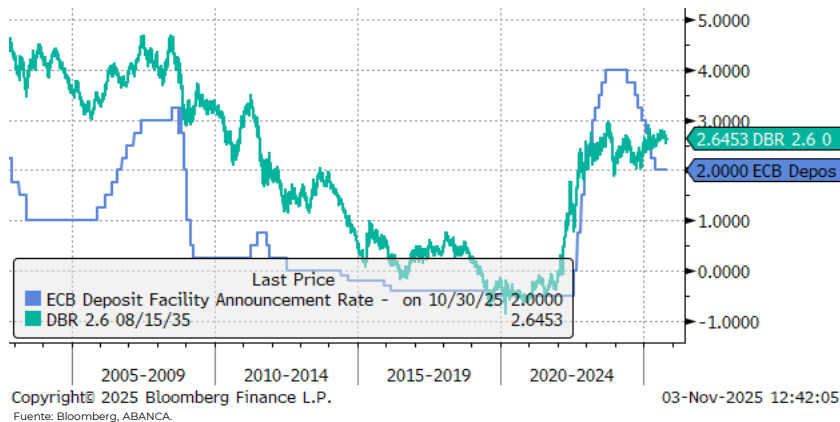
Renta Fija

La gestión activa de la duración volverá a ser clave en 2026

Diferenciales de tipos de interés 2-10 años



Tipo de interés BCE vs Bono alemán 10 años



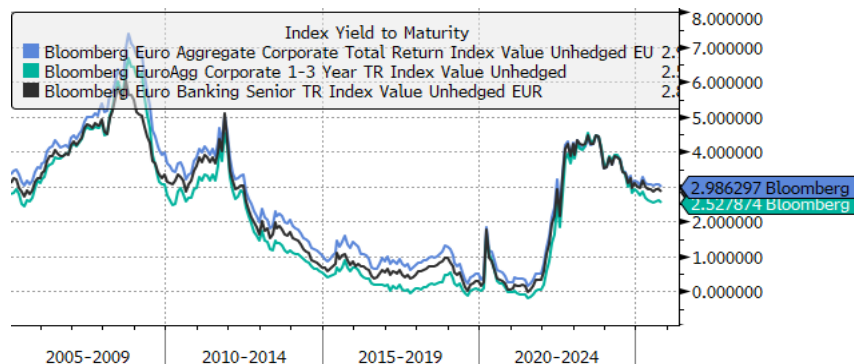
+ Renta Fija

- Preferencia por la renta fija sobre monetario, que será el activo perdedor en el actual contexto a medio plazo. Posicionamiento Neutral en duración en el arranque de año. Valoraciones cercanas a equilibrio en tramos intermedios, evitando tramos largos (+10 años).
- En Europa, preferencia por Alemania y Francia en el tramo de 5 años. Preferencia por España e Italia en los tramos cortos (2-3 años). El posible ruido político como oportunidad para compras tácticas, sin perder de vista los niveles de equilibrio a largo plazo.
- En EE.UU., preferencia por el tramo corto (2 años) por mejor binomio rentabilidad/ riesgo ante una pendiente que continúa plana (12pb de diferencial en 2-5 años). Política fiscal expansiva e inflación persistente limitan el potencial de bajadas en los tramos más largos, con un nivel de equilibrio del 10 años en el 4,5%.

Renta Fija

Equilibrando la búsqueda de cupones elevados con calidad

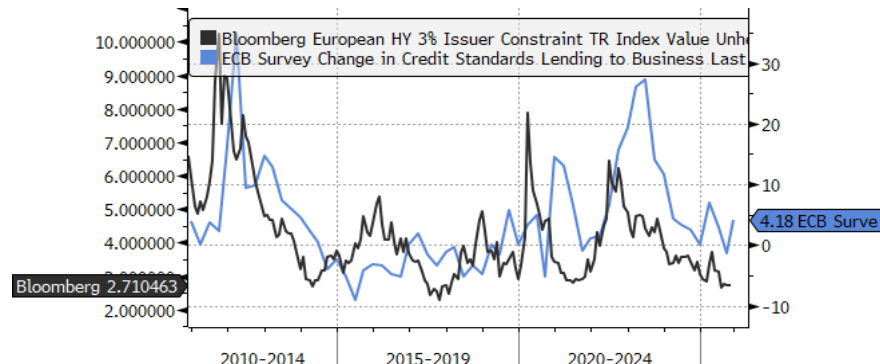
Tipo de interés segmentos de alta calidad EUR



LECPTRREU Index (Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU) EUR IG Yields Monthly 18JAN2005-03NOV2025
Copyright © 2025 Bloomberg Finance L.P. 03-Nov-2025 13:43:01

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Encuesta crédito BCE vs diferenciales crédito baja calidad EUR



EBLS11INC Index (ECB Survey Change in Credit Standards Lending to Business Last 3mth Net Percent) ECB Survey vs EUR OAS Monthly 07NOV2010-03NOV2025
Copyright © 2025 Bloomberg Finance L.P. 03-Nov-2025 13:54:42

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

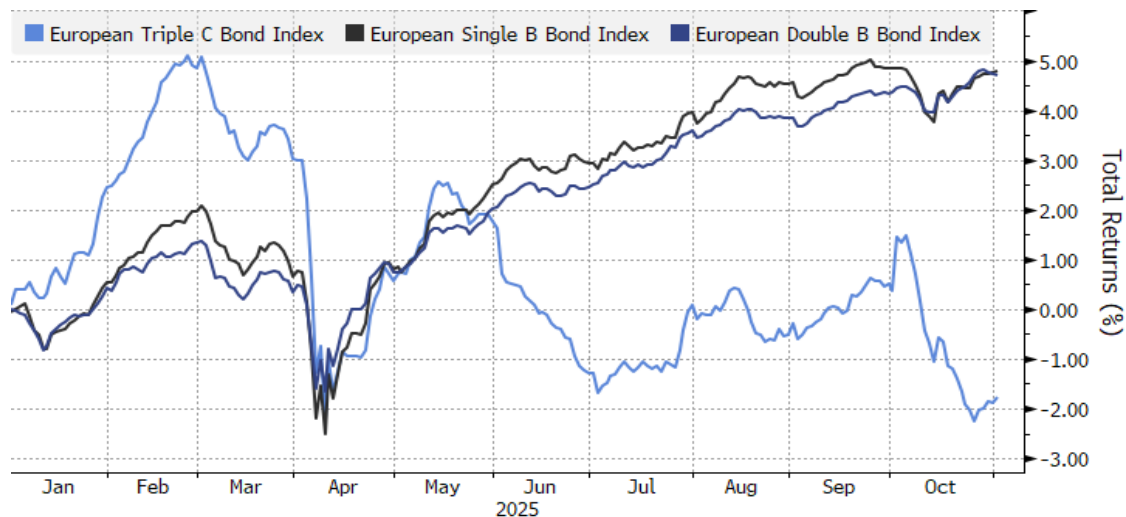
+ Crédito

- › Posición de Neutral+ sobre el crédito EUR de alta calidad, donde esperamos en 2026 volver a capturar la prima de riesgo del activo. Diferenciales soportados por los sólidos fundamentales de las compañías. Preferencia por segmento financiero (cédulas y senior).
- › Favorecemos el crédito de baja calidad EUR frente al USD, con preferencia por el tramo BB 1-3 años. Riesgo de repunte de impagos contenido sostendrá los diferenciales en los niveles actuales.
- › Neutralidad en deuda emergente, con preferencia por el tramo 1-3 años. Menores tensiones comerciales y balances públicos saneados apoyan el activo.

Renta Fija

La TIR no lo es todo, la selección del crédito es fundamental

Evolución de los segmentos de crédito de baja calidad crediticia (BB/ B/ CCC) en 2025



I05447EU Index (Bloomberg Pan-Euro HY CCC Rating Only Total Return Index Unhedged) CCC returns v B Daily 01JAN2025-03NOV2025
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 12-Nov-2025 16:12:07

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Gestión activa del crédito

- › A comienzos de 2025, el crédito CCC ofrecía una TIR del 13,4% frente al 4,5% del crédito BB.
- › A cierre de octubre, los CCC pierden un -1,8% en el año a pesar de la elevada TIR inicial. Los BB suben un +4,7%.
- › La TIR de los CCC no ha sido suficiente para compensar el riesgo de crédito de los impagos. La TIR es importante, pero no lo es todo en el segmento de crédito.

Renta Fija

Gestión activa de la duración y selección de crédito, la receta para 2026

Este 2025 ha vuelto a ser un año de expectativas cumplidas para la renta fija, y creemos que 2026 será un año similar en el que veamos al conjunto del activo obtener una rentabilidad en línea con la expectativa de los tipos de interés, sin grandes movimientos ni en los tipos de interés base ni en diferenciales de crédito.

En el apartado de la deuda gubernamental, con un BCE “en pausa” y una Fed claramente orientada a bajar tipos, la situación actual de las curvas recoge de manera razonable estas expectativas, lo cual nos lleva a iniciar el año con un posicionamiento Neutral en deuda de gobiernos y en la duración de las carteras. Estamos convencidos que a lo largo del año tendremos diversas oportunidades para realizar una gestión activa de dicha duración. Los acontecimientos a corto plazo suelen llevar al mercado a extremos en expectativas de subidas/ bajadas, y estos momentos han sido una gran fuente de generación de rentabilidad en los últimos años.

Más allá de estos movimientos tácticos, será también importante no perder de vista los valores de equilibrio a largo plazo, ligados al crecimiento nominal de las economías. En el caso de EE.UU., estimamos ese punto de equilibrio en la zona del 4,5%. En el caso de Europa, la referencia para el bono alemán se sitúa en la zona del 3,2%. Esto nos permite medir la prima que asigna el mercado a la seguridad de la deuda pública.

El crédito de alta calidad sigue siendo nuestro activo de convicción dentro del universo de la renta fija, apoyado por unos sólidos fundamentales. El escenario macroeconómico de crecimiento y unas métricas de crédito saneada nos hacen prever que los diferenciales continuarán en niveles históricamente bajos durante 2026.

Encontramos también oportunidades dentro del crédito de baja calidad en EUR, especialmente en el segmento BB donde los fundamentales de los emisores se han mostrado sólidos ante las tensiones comerciales globales, frente a los segmentos de menor calidad donde hemos observado un incremento en la tasa de impagos.

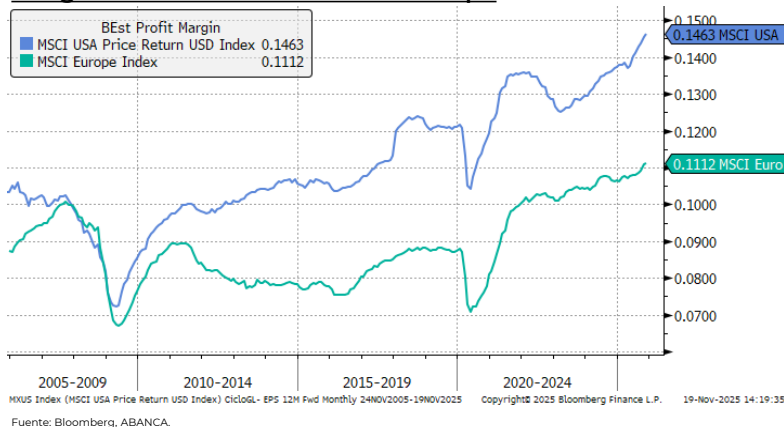
Respecto a la deuda emergente, esperamos que 2026 vuelva a ser un año en el que el tipo de interés del activo (3,8% en EUR) impulse las rentabilidades. Mantenemos una visión neutral sobre el activo, con posiciones estratégicas en emisores de calidad, tanto soberanos como corporativos.

2026 será por tanto un año donde la selección del crédito será fundamental. Con los diferenciales en mínimos existe poca capacidad para beneficiarse de un estrechamiento de los mismos. Por ello, minimizar los impagos será la clave para obtener una rentabilidad en línea con los tipos de interés actuales.

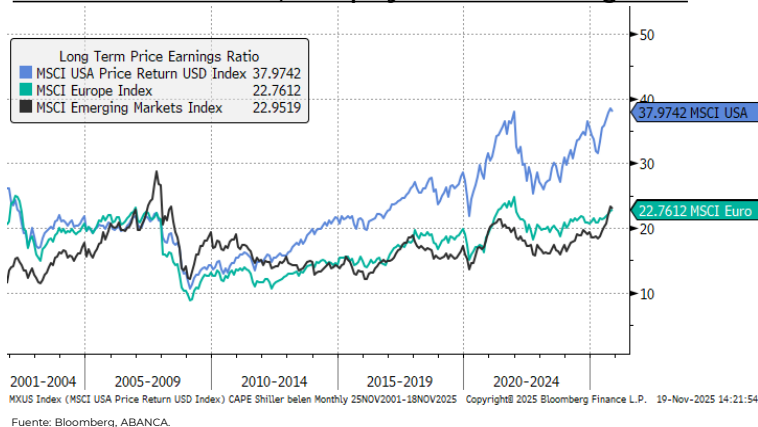
Renta Variable

Oportunidades de valor fuera de la concentración

Margen de beneficios EE.UU. vs Europa



Ratio CAPE de EE.UU., Europa y Mercados Emergentes



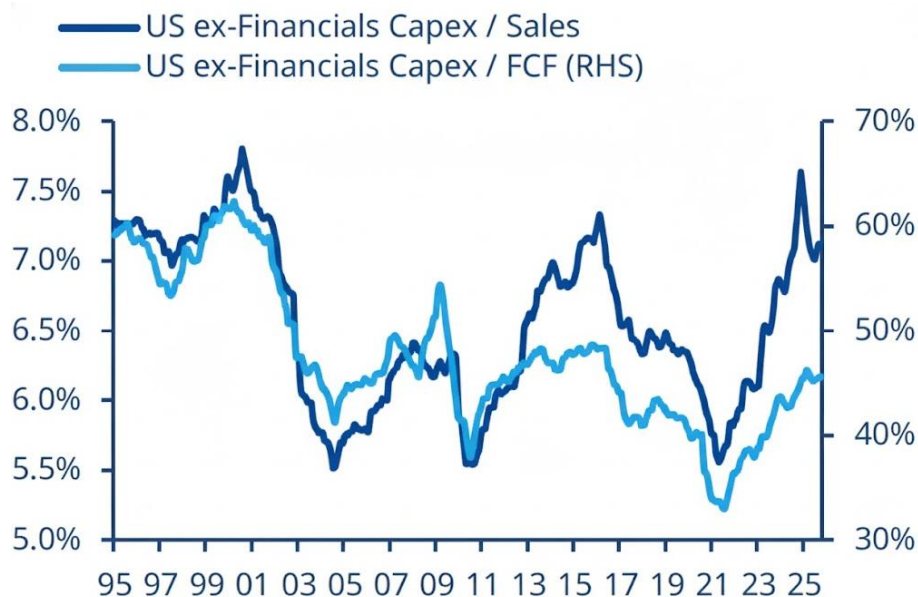
+ Renta Variable

- › Mantenemos posicionamiento Neutral y selectivo 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

IA: ¿burbuja o nuevo paradigma?

Evolución Capex/ Ventas y Capex/ Flujo de caja libre en EE.UU.



Fuente: Amundi.

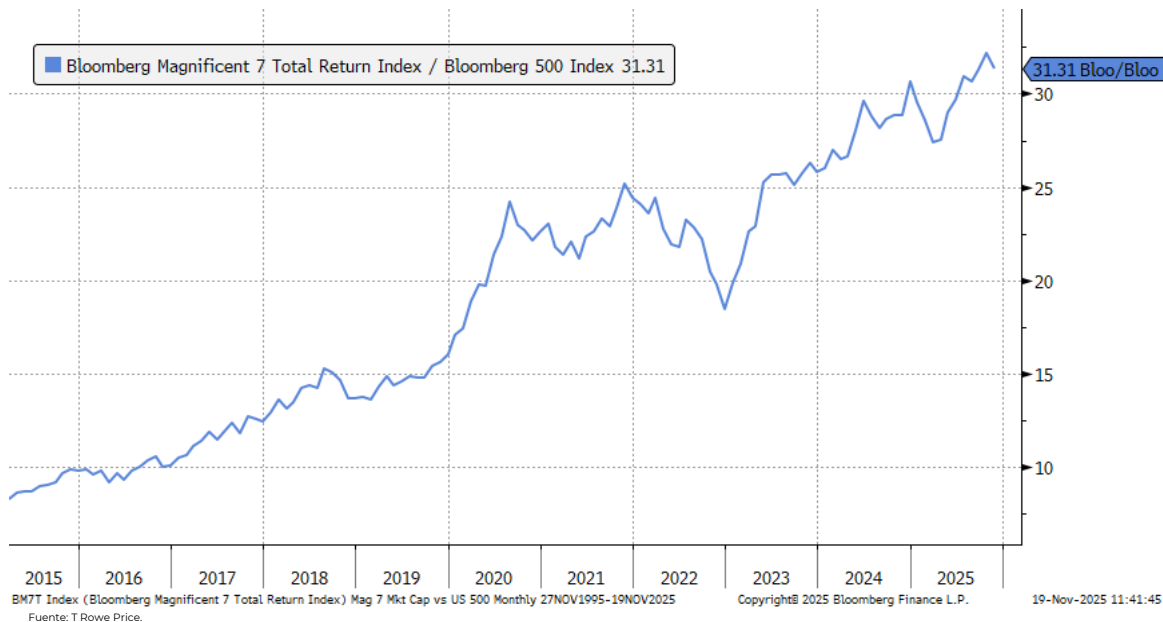
Buenas compañías vs buenas inversiones

- › Los elevados múltiplos de valoración y la euforia por la IA han elevado los riesgos de decepción en el sector.
- › Rentabilizar el incremento de Capex manteniendo los márgenes será la clave para la evolución en bolsa del sector.
- › Separar ganadores de perdedores y entender el ciclo de capital (oferta, demanda, precios,...) será fundamental.

Renta Variable

Concentración: el elefante en la habitación

Peso Magníficas-7* vs capitalización total EE.UU.



*Magníficas-7: grupo de gigantes tecnológicas que se compone de Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

Diversificación y gestión activa

- › Las 7 grandes compañías tecnológicas en EE.UU. dominan el mercado y las carteras de los inversores con exposición a renta variable.
- › Vulnerabilidad a una reducción de las valoraciones de la IA o decepción en las ganancias.
- › La gestión activa y la diversificación nos permiten reequilibrar las carteras reduciendo el riesgo de sobreexposición a estas compañías.

Renta Variable

Pequeñas compañías: una alternativa de valor frente al riesgo de concentración

Peso del Top 5 de compañías del S&P 500 vs ratio pequeñas compañías (small cap)/ grandes cias (large cap)



Fuente: T Rowe Price.

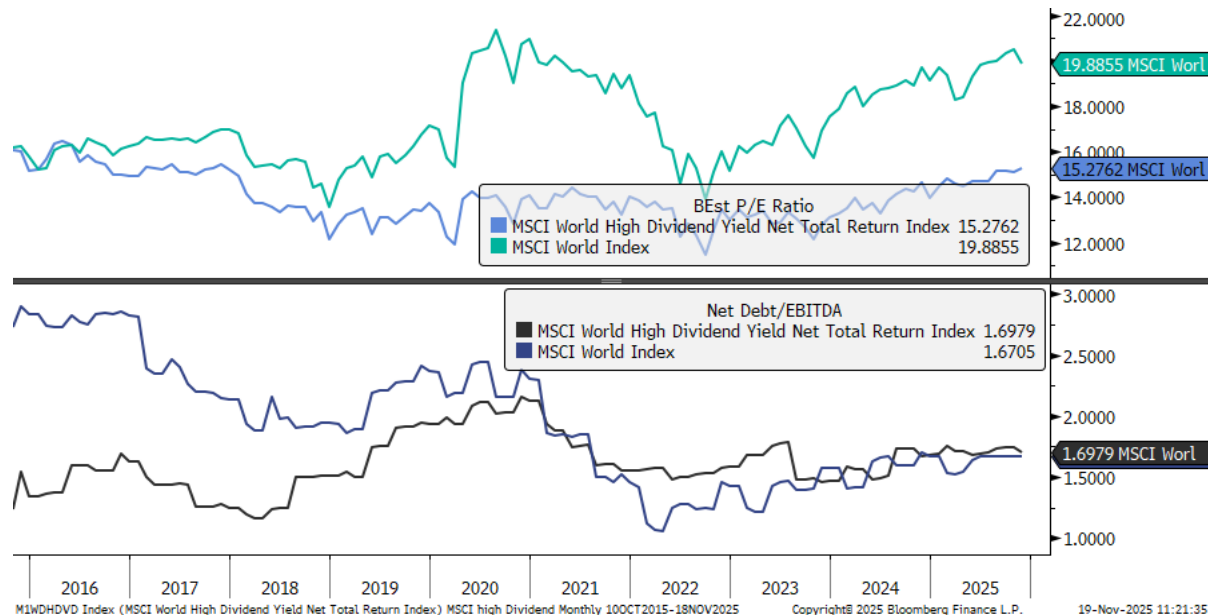
Small caps en el olvido

- › Las pequeñas compañías han sufrido en los últimos años por un entorno de tipos elevados.
- › El mercado no ha discriminado las compañías rentables (60% del universo) del resto. Encontramos buenos negocios cotizando a valoraciones atractivas.
- › Las small caps han demostrado su capacidad de generar rentabilidades positivas en mercados bajistas de las grandes compañías (2000-2002).

Renta Variable

Factor dividendo: buscando calidad con valoraciones razonables

Relativo Precio/Beneficio (PER) índice global dividendo vs índice global & Apalancamiento financiero



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

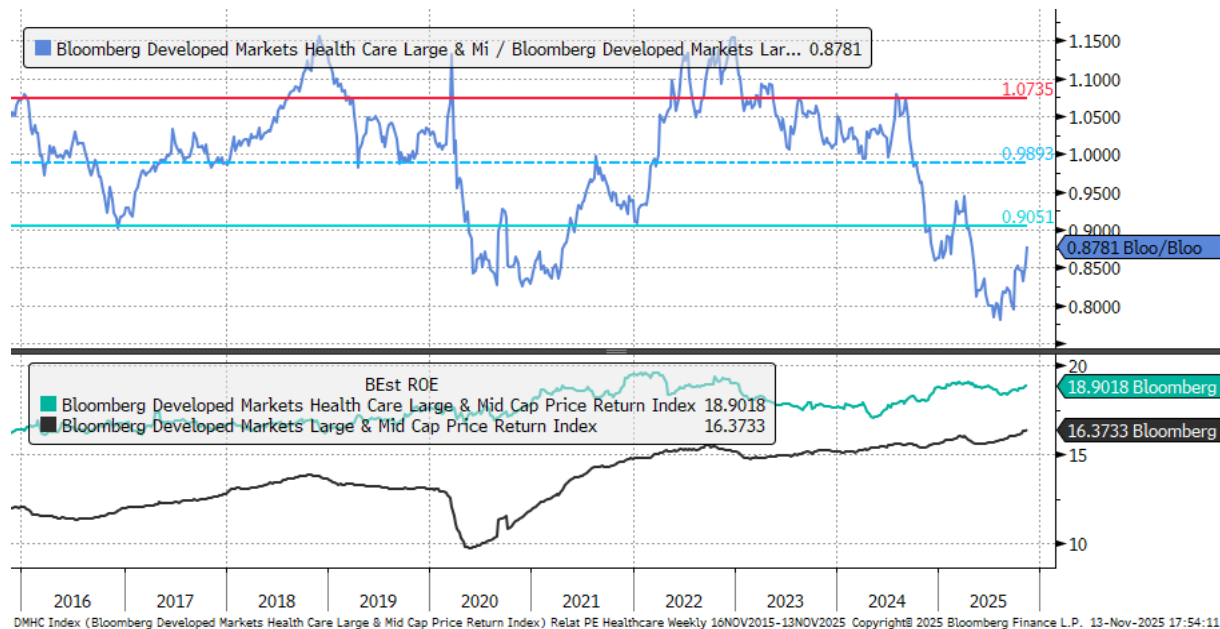
Negocios de calidad con balances saneados

- Compañías con generación de caja estable, pago recurrente de dividendo y balances saneados son una oportunidad en el entorno actual.
- El boom de la IA ha concentrado excesivamente el mercado, desviando el capital de sectores de elevada calidad.
- La divergencia en valoración abre oportunidades de entrada en compañías "olvidadas" con negocios atractivos.

Renta Variable

El sector salud y la irracionalidad a corto plazo

Relativo Precio/Beneficio (PER) sector salud vs índice global & Rentabilidad financiera



Fuente: Bloomberg, ABANCA.

Calidad con valoraciones atractivas

- › El sector farma sufría en la primera mitad del año por el ruido arancelario y regulatorio en EE.UU.. El mercado descontaba un escenario de fuertes caídas en los ingresos.
- › Los acuerdos firmados por las farmacéuticas y la Casa Blanca reflejan una realidad mucho más moderada.
- › El sector cotiza con unos múltiplos un 12% por debajo de la media del mercado. La rentabilidad financiera es del 18,9% vs 16,3% del índice global.

Renta Variable

Oportunidad más allá de la concentración

El ejercicio 2025 será recordado como el año de la resiliencia corporativa. Frente a un consenso generalizado que auguraba una desaceleración económica significativa, la fortaleza de los fundamentales, especialmente en Estados Unidos, demostró una notable solidez y flexibilidad operativa de las compañías que, combinado con el fervor por la innovación tecnológica, ha expandido las valoraciones a deciles históricamente elevados, comprimiendo la prima de riesgo de la renta variable y reduciendo la expectativa de rentabilidad a largo plazo del activo por debajo de su media histórica.

De cara a 2026 mantenemos un posicionamiento Neutral en el activo. Esta visión equilibrada recoge dos fuerzas contrapuestas como son el escenario macroeconómico favorable frente a unas valoraciones que dejan un escaso margen de error. Ciertos segmentos, que han capitalizado la narrativa de la inteligencia artificial, afrontan retornos potenciales muy limitados, especialmente en aquellas compañías que resulten perdedoras y se vean atrapadas en el habitual ciclo de exceso de capacidad tras un boom de Capex. El mercado descuenta ya un escenario de crecimiento casi perfecto durante varios años, lo cual limita el potencial de revalorización. Esto explica la volatilidad experimentada en 2025, donde desviaciones mínimas en las expectativas trimestrales provocaron reacciones abruptas, evidenciando la falta de un margen de seguridad.

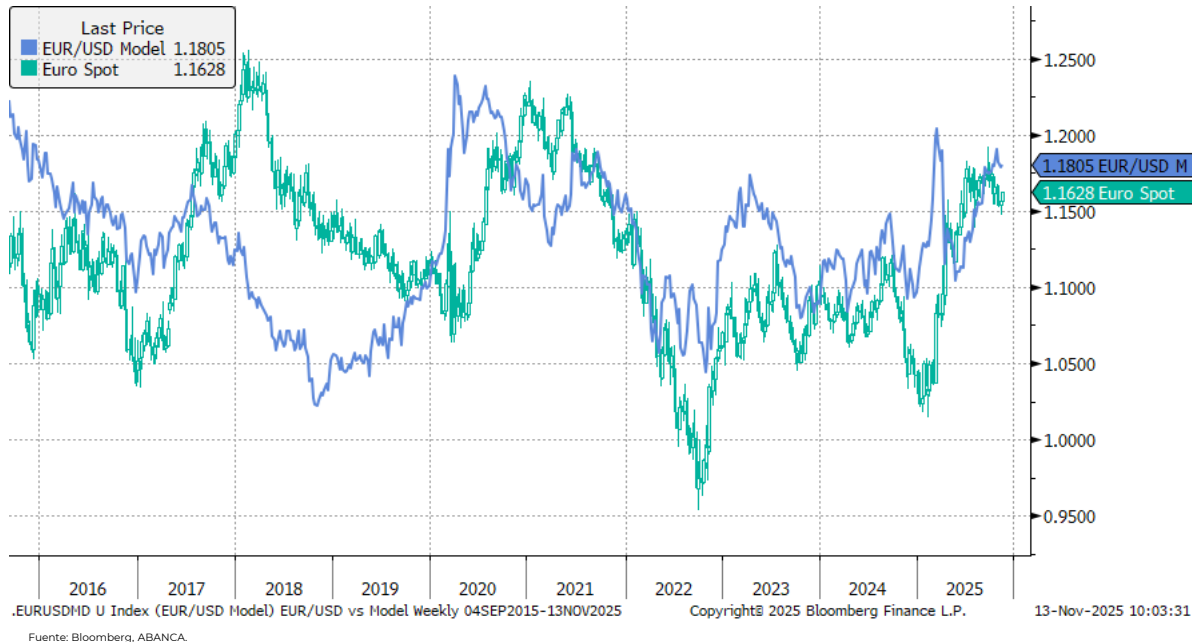
Con todo, el riesgo no reside tanto en los líderes tecnológicos consolidados, cuya calidad de negocio y generación de caja son innegables, sino en la concentración de los mercados que ha distorsionado los principales índices. El entusiasmo ha provocado una mala asignación de capital, llevando a los inversores a pagar múltiplos

exigentes por un amplio espectro de compañías de menor calidad, con modelos de negocio aún por probar, balances más débiles o una generación de caja inexistente, simplemente por su exposición a la misma temática. Esta elevada concentración, unida a la desconexión entre precio y valor, fundamenta nuestra postura de búsqueda de oportunidades en una ampliación del mercado en 2026.

En este entorno, la disciplina en la valoración y el análisis fundamental son más cruciales que nunca. Paradójicamente, creemos que la misma concentración que definió 2025 generará las mejores oportunidades en los segmentos "olvidados" del mercado. Nuestra estrategia se centrará en buscar una asimetría clara: negocios de alta calidad adquiridos a múltiplos razonables. Priorizaremos compañías con generación de caja predecible, poder de fijación de precios y barreras de entrada claras, como ciertas empresas maduras con dividendos sostenibles o compañías del sector salud, que ofrece innovación estructural y demanda no cíclica a valoraciones más atractivas.

Finalmente, tras un año eclipsadas por el rendimiento de las "megacaps", el universo de las pequeñas compañías ofrece valoraciones con un descuento histórico frente a las grandes capitalizadas. Si bien son más sensibles al ciclo, nuestra visión de un entorno moderado convierte ese descuento en una oportunidad. Estas empresas ofrecen un mayor potencial de crecimiento gracias a su agilidad para capturar nichos y un apalancamiento operativo que puede sorprender al alza. La menor cobertura analítica en este universo genera ineficiencias de precio evidentes, ofreciendo un binomio rentabilidad-riesgo superior para el gestor activo dispuesto a realizar el análisis fundamental requerido.

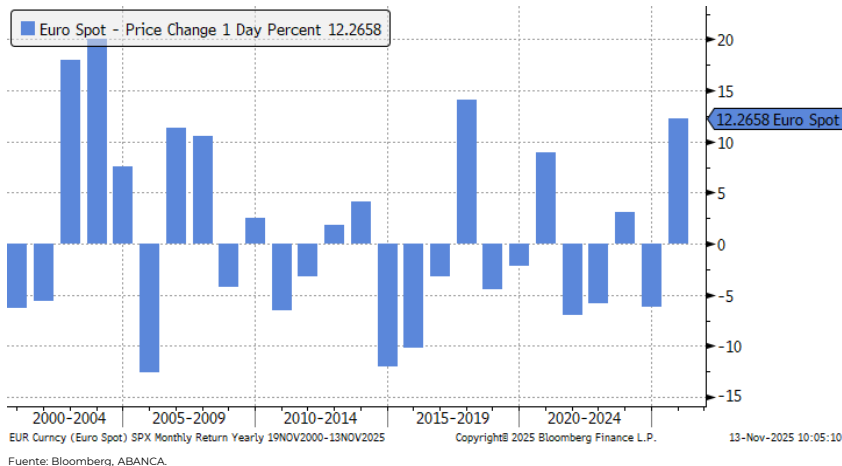
Mayor estabilidad en 2026 tras un año anómalo

EUR/ USD vs Modelo ABANCA diferencial de tipos de interés**Cercano al equilibrio**

- › 2025 ha marcado la tercera mayor devaluación del USD en los últimos 20 años.
- › Las dudas sobre el USD tras el 'Liberation Day' se han calmado, dando estabilidad a la divisa.
- › Dado el diferencial de tipos actual, vemos el nivel de equilibrio del EUR/USD en la zona de 1,18.

Mayor estabilidad en 2026 tras un año anómalo

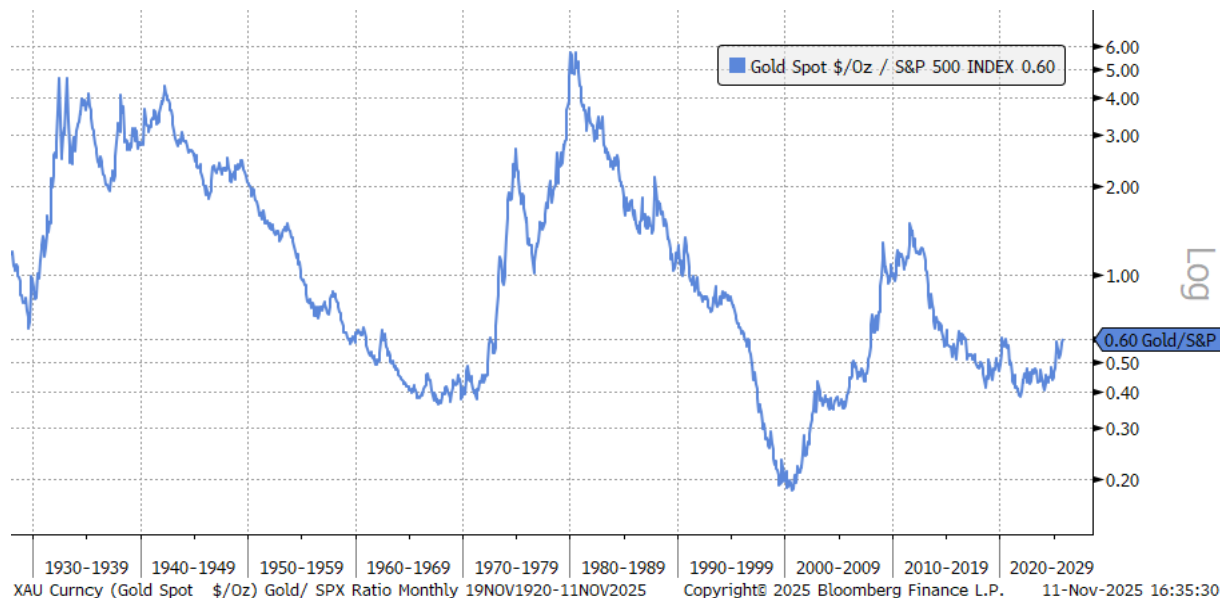
Evolución anual EUR/ USD (30 años)



El USD vivió en 2025 la tercera mayor devaluación de los últimos 20 años frente al EUR, moviéndose desde el 1,03 de comienzos de año hasta el 1,18 que alcanzaba en el mes de septiembre. Un movimiento anómalo que sin duda ha afectado a las carteras globales con exposición a la divisa estadounidense. No obstante, tras el fuerte movimiento en la primera mitad del año fruto de los anuncios del 'Liberation Day', el segundo semestre ha mostrado un comportamiento más estable, que esperamos continúe en 2026.

Con un BCE del que no esperamos grandes movimientos y una Fed que debería llevar los tipos a la zona del 3,0-3,25% en 2026, situamos la estimación del EUR/USD en el 1,18 dado el diferencial de tipos y expectativas actuales. Es importante recordar también los beneficios de la diversificación a largo plazo de mantener carteras globales de renta variable sin cubrir, frente al elevado coste de cobertura que se sitúa en estos momentos en el 2% anual (frente a la mediana del 1% en los últimos 20 años).

Respecto al Yen, cerramos la posición de Neutral+ de cara al arranque de 2026 en un contexto en el que se han reducido las tensiones comerciales en EE.UU. y ya no observamos un riesgo de fuertes salidas de flujos. La divisa nipona jugaba hasta ahora un papel de cobertura macro. Con un entorno de menor riesgo global, se ha transformado en una cobertura con un alto coste, dada la depreciación secular del Yen fruto del elevado nivel de deuda público y los factores demográficos.

Ratio Oro/ S&P 500

Fuente: Bloomberg, ABANCA.

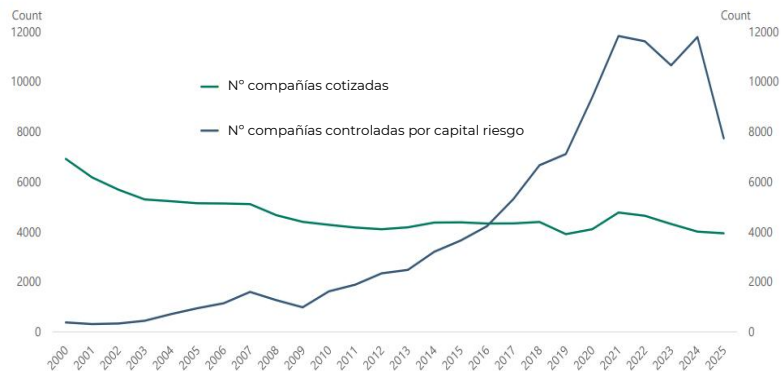
Más allá de los récords

- › Diversificador clave dentro de las carteras para descorrelacionar bonos y renta variable. Tan solo un 2% de las carteras globales está invertido en oro.
- › Los bancos centrales reducen su dependencia del dólar incrementando la exposición a oro en sus reservas (20% en 2025 vs 10% en 2020).
- › Cobertura ante los riesgos de estanflación y erosión de la confianza en la deuda soberana y la monetización.

Alternativos

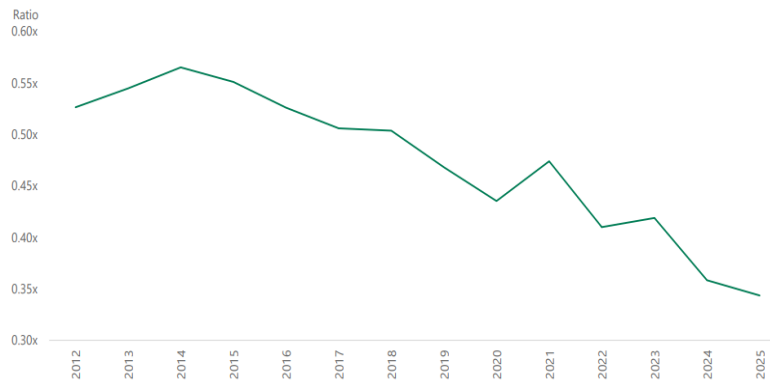
Una nueva era de selección y especialización en mercados privados

Compañías cotizadas vs compañías de capital riesgo (EE.UU.)



Fuente: Apollo, ABANCA.

Ratio desinversiones/ inversiones de capital riesgo en EE.UU.



Fuente: Apollo, ABANCA.

+ Alternativos

- › El foco del mercado de capital riesgo ha girado hacia la capacidad de los gestores (GPs) para desinvertir. El menor ritmo de distribuciones a los inversores (LPs) está lastrando la captación de nuevos fondos, ya que no se produce el reciclaje de capital habitual en el activo.
- › Los GPs con fuertes capacidades operacionales serán los ganadores en este entorno en el que la expansión de múltiplos será limitada. Las estrategias de secundarios y deuda privada podrán beneficiarse de este entorno más complejo.
- › La tendencia hacia la “democratización” de los mercados privados continuará, impulsada tanto por una regulación más favorable como por la búsqueda de nuevos LPs por parte de los fondos. El inversor individual deberá prestar especial atención al formato de las estructuras, buscando eficiencia fiscal y financiera sin caer en riesgos de falsa liquidez.

Alternativos

Una nueva era de selección y especialización en mercados privados

De cara a 2026, los mercados privados han entrado en una fase de madurez y especialización. La era de los rendimientos fáciles, impulsada por los tipos de interés bajos, concluyó hace algunos años. Ahora nos encontramos ante un panorama más complejo, definido por un coste de capital persistentemente más alto y un enfoque intenso de los inversores en la liquidez y la devolución de capital.

Esta búsqueda de liquidez se posiciona como la tendencia más importante de 2026. Tras años de sólidas ganancias latentes, las distribuciones de efectivo se han frenado debido a las dificultades de los gestores (GPs) para concretar salidas y retornar el capital a los inversores. Como respuesta directa a esta necesidad, el mercado secundario está experimentando un auge y ofrece una puerta de entrada especialmente atractiva al universo de los mercados privados.

En paralelo, la deuda privada mantendrá su posición como la clase de activo de más rápido crecimiento. La existencia de un 'muro' de vencimientos de deuda corporativa programado para 2026-2027 crea una oportunidad significativa para refinanciar estos activos con niveles de tipos de interés que siguen siendo atractivos.

En cuanto a la construcción de carteras, el enfoque debe pivotar de la asignación genérica a la especialización. Es crucial priorizar la generación de rentas y ejercer una selectividad rigurosa. Esto implica centrarse exclusivamente en gestores especialistas que demuestren un historial probado de creación de valor operativo y que ofrezcan una

estrategia de salida clara y demostrable.

Pasando al ámbito de las materias primas, seguimos abogando por mantener una exposición estratégica dada la volatilidad macroeconómica y geopolítica global. Dentro de este universo, el oro ha sido el activo indiscutiblemente más brillante en 2025, con una revalorización acumulada superior al +50%. El metal precioso ha trascendido su rol tradicional como mera cobertura ante eventos inesperados para convertirse en un motor de rentabilidad dentro de las carteras.

Mantenemos la visión de su rol estratégico como diversificador, especialmente en un contexto de cambio en las políticas monetarias, desequilibrios fiscales y la tendencia global de "des-dolarización". No obstante, el rendimiento estelar de los últimos 12 meses sugiere una oportunidad para la toma de beneficios y requiere que, en 2026, monitoreemos de cerca su correlación con activos de riesgo (renta variable, criptomonedas).

Finalmente, la cesta general de materias primas complementa la posición en oro al ofrecer una cobertura contra un nuevo 'shock' inflacionista derivado de la geopolítica. A diferencia del oro, que tiene una sensibilidad histórica negativa al ciclo de crecimiento, las materias primas mantienen una sensibilidad positiva, ofreciendo así una diversificación de riesgos inflacionarios más completa.



Expectativas de rentabilidad y riesgo por clase de activo

Estimaciones a largo plazo

	Rentabilidad Esperada (EUR)	Rentabilidad Esperada (Divisa Local)	Volatilidad Esperada
Cash EUR	2,2%	2,2%	0,0%
Cash USD	1,7%	3,7%	0,0%
Deuda Gobiernos EUR	2,8%	2,8%	6,0%
Deuda Gobiernos USD	2,0%	3,9%	5,6%
Crédito Alta Calidad EUR	3,0%	3,0%	3,7%
Crédito Alta Calidad USD	2,8%	4,8%	6,7%
Crédito Baja Calidad EUR	5,1%	5,1%	3,5%
Crédito Baja Calidad USD	5,0%	7,0%	5,1%
Deuda Emergente USD	3,8%	5,7%	5,6%
RV Global	5,2%	5,2%	14,1%
RV EEUU	4,8%	4,8%	15,1%
RV Europa	6,6%	6,6%	14,4%
RV Japón	4,3%	4,3%	18,9%
RV Emergente	7,1%	7,1%	14,8%

+ Detalle

- › A partir de los niveles de tipos de interés para la renta fija y múltiplos de valoración para la renta variable, podemos calcular la prima de rentabilidad a largo plazo implícita en los activos financieros.
- › Las estimaciones de la renta fija y monetario se basan en los niveles de tipos de interés actuales, expectativas futuras descontadas por las curvas de tipos de interés y expectativas de impagos para el riesgo de crédito.
- › En renta variable, tomamos la rentabilidad implícita en los ratios Precio/ Beneficios actuales, ajustados por la inflación.
- › Se trata de un ejercicio teórico con los datos actuales. Las rentabilidades futuras podrían diferir de estas estimaciones. La divisa base de las estimaciones es EUR, cubriendo el riesgo divisa en monetario y renta fija.

Distribución de activos estratégica por perfil de riesgo

ABANCA House View

	Perfil Conservador	Perfil Moderado	Perfil Decidido	Perfil Agresivo
Monetario	8,0%	6,0%	5,0%	0,0%
Renta Fija	82,0%	66,5%	35,0%	0,0%
Deuda Gobiernos	32,0%	25,0%	12,5%	-
Investment Grade	30,0%	24,5%	12,5%	-
High Yield	15,0%	12,0%	7,5%	-
Deuda Emergente	5,0%	5,0%	2,5%	-
Duración	2,5 años	3 años	3 años	-
Renta Variable	5,0%	20,0%	50,0%	85,0%
Estados Unidos	3,0%	12,0%	30,0%	51,0%
Europa	1,3%	5,0%	12,5%	21,3%
Japón	0,3%	1,0%	2,5%	4,3%
Emergentes	0,5%	2,0%	5,0%	8,5%
Alternativos	5,0%	7,5%	10,0%	15,0%
Mercados privados	3,0%	4,0%	5,0%	9,0%
Materias Primas	1,0%	1,5%	2,0%	2,0%
Oro	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%

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.

