

Visión de mercados 2025

01.

Visión macroeconómica

2025 un año de riesgos y oportunidades.

Divergencia en las sendas de crecimiento, normalización monetaria y riesgos geopolíticos



- ▶ 2025 se presenta como un año complicado con muchas incertidumbres y señales contradictorias. Marcado por un crecimiento económico resistente, aunque con fuertes divergencias por geografías, la previsible continuidad del proceso de normalización de tipos por parte de los principales bancos centrales y numerosos e intensos riesgos potenciales de corte geopolítico.
- ▶ Aunque el crecimiento en EE.UU seguirá moderándose, previsiblemente será a un ritmo lento gracias a la resistencia del mercado laboral, los elevados niveles de ahorro y especialmente las previsibles bajadas de impuestos e incremento del gasto fiscal previstos tras la llegada de Trump. Por su parte en Europa las perspectivas de crecimiento, aunque han mejorado ligeramente, seguirán viéndose lastradas por la falta de tracción de Alemania, los problemas políticos, el previsible impacto del incremento de tarifas por parte de EE.UU y la ausencia de vientos de cola en general.
- ▶ China sigue teniendo que resolver graves problemas estructurales que lastran su crecimiento, en especial la sobredimensión de su mercado residencial y la grave falta de demanda de viviendas. Así mismo, a medida que avance el ejercicio deberá afrontar la amenaza de la intensificación de la guerra comercial con EE.UU que podría tener un impacto relevante en su crecimiento.
- ▶ La normalización monetaria continuará en las principales economías, pero previsiblemente a distintas velocidades. El mayor dinamismo de la economía norteamericana y los renovados riesgos para la inflación tras la llegada de Trump al poder podrían ralentizar el ritmo de bajadas de la FED, mientras que el BCE previsiblemente seguirá el camino previsto.
- ▶ Los riesgos geopolíticos siguen representando la mayor amenaza para el escenario central. La evolución del conflicto en Oriente Medio, la posible llegada de un proceso de paz forzado en Ucrania, la amenaza de guerra comercial con el ascenso de Trump por segunda vez a la presidencia y la inestabilidad política en general con toda seguridad generarán volatilidad y suponen el mayor foco de incertidumbre.

Grandes divergencias económicas entre EE.UU y Europa



La solidez de EE.UU contrasta con los eternos problemas estructurales del viejo continente

EE.UU

Mercado laboral resistente



Fuertes niveles de ahorro acumuladas



Fortaleza sector servicios



Elevado gasto fiscal



Bajadas de impuestos y desregulación



2025

2,0%

PIB

0,9%

Inflación

2,6%

2,0%

Europa



Problemas estructurales en Alemania que supone más del 29% del PIB de la zona Euro



Fuerte dependencia del sector exterior en las manufacturas



Disensiones y problemas políticos



Regulación excesiva



Amenaza de mayores aranceles a la exportación

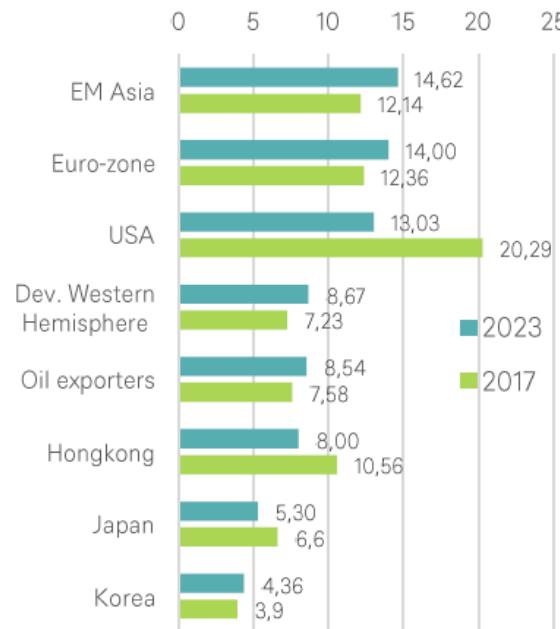
China: problemas estructurales y dificultad para estimular el crecimiento



La intensificación de la guerra comercial con EE.UU parece inevitable

China's export destinations '23

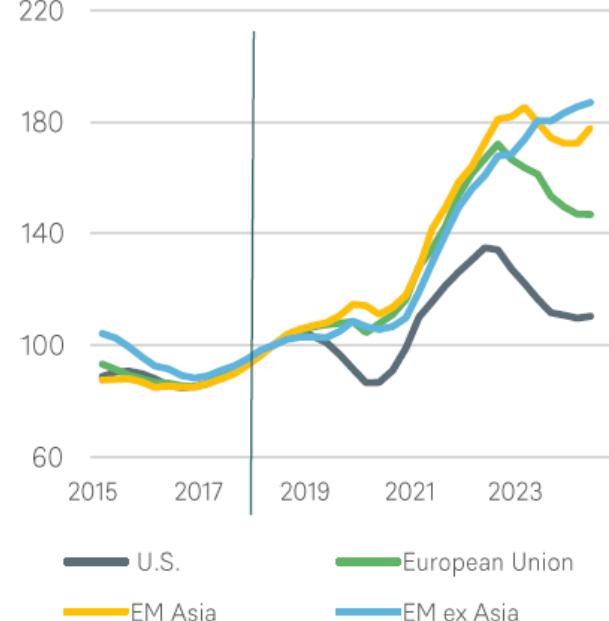
% of total Chinese good exports in 2023¹



Fuente: DWS

China's export partners

Trailing sum of 4 quarter, June 2018 = 100¹



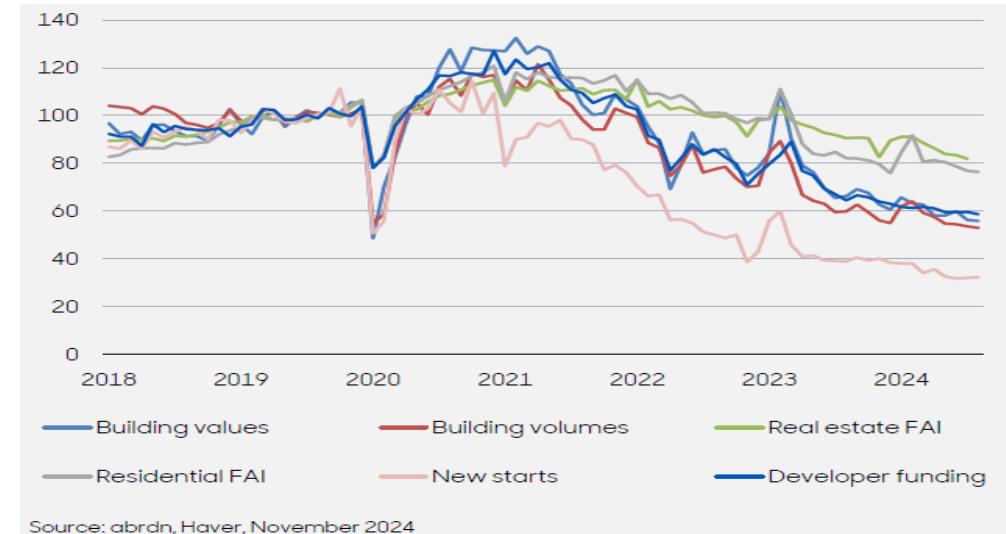
- ▶ Aunque la dependencia del sector exterior Chino de EE.UU ha disminuido en los últimos años, sigue representando algo más del 13% de sus exportaciones.
- ▶ No esperamos el inicio de las hostilidades hasta bien avanzado el año a pesar de la retórica de Trump
- ▶ No está clara la dimensión que podrían alcanzar las tarifas impuestas en media, pero podrían rondar el 40%.
- ▶ Esperamos que China potencie el comercio de cercanía en la zona de Asia como medida defensiva.
- ▶ El impacto sobre el crecimiento del PIB de China podría situarse entre un 0,5% y un 0,6% si los aranceles finalmente impuestos son moderados y China es capaz de redirigir el comercio hacia sus socios locales. De no ser así el impacto podría ser muy superior.

China: problemas estructurales y dificultad para estimular el crecimiento



Urgen más medidas de estímulo fiscal y de relajación monetaria para resolver los problemas estructurales

- ▶ Los paquetes de estímulo fiscal y la relajación del crédito realizados hasta la fecha por el gobierno chino no han conseguido estimular la economía.
- ▶ Los estímulos monetarios tras haber bajado las facilidades de préstamo y de depósito, así como los requerimientos de capital de la banca para facilitar la fluidez de los préstamos, tampoco se han mostrado demasiado efectivos.
- ▶ La reducción y el envejecimiento de la población junto con un mercado de viviendas sobredimensionado y la falta de estímulos al consumo suponen un serio problema estructural que el gobierno chino por el momento no ha sabido resolver.
- ▶ Esperamos el anuncio de medidas de estímulo adicionales a principios de 2025 aunque no tenemos demasiadas esperanzas puestas en su eficacia dados los precedentes.



Fuente: Elaboración propia

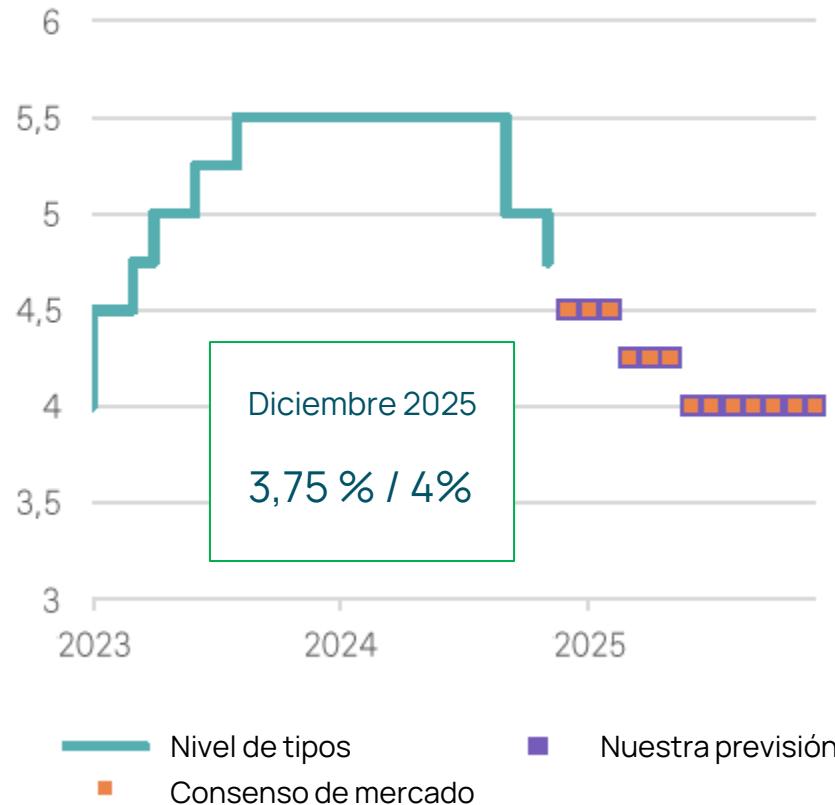
La normalización monetaria continua



Moviéndonos hacia un entorno de tipos menos restrictivo, a diferentes ritmos

- ▶ Tras la llegada de Trump a la casa blanca con el control inesperado de congreso y senado, las probabilidades de implementar las medidas de su programa en toda su extensión se han incrementado notablemente.
- ▶ Dichas medidas que incluyen rebajas impositivas, políticas fiscales de gasto expansivas, aumento de aranceles y mayor desregulación, deberían fortalecer el crecimiento, pero al mismo tiempo suponen un serio riesgo para la evolución de la inflación.
- ▶ De mantenerse la fortaleza mostrada por la economía en estos momentos y dados los nuevos riesgos para el entorno de precios, esperamos ralentización en el ritmo de bajadas por parte de la FED, pero mantenemos nuestra expectativa de tipos sin cambios en el 3,75% / 4% para finales de 2025.

FED

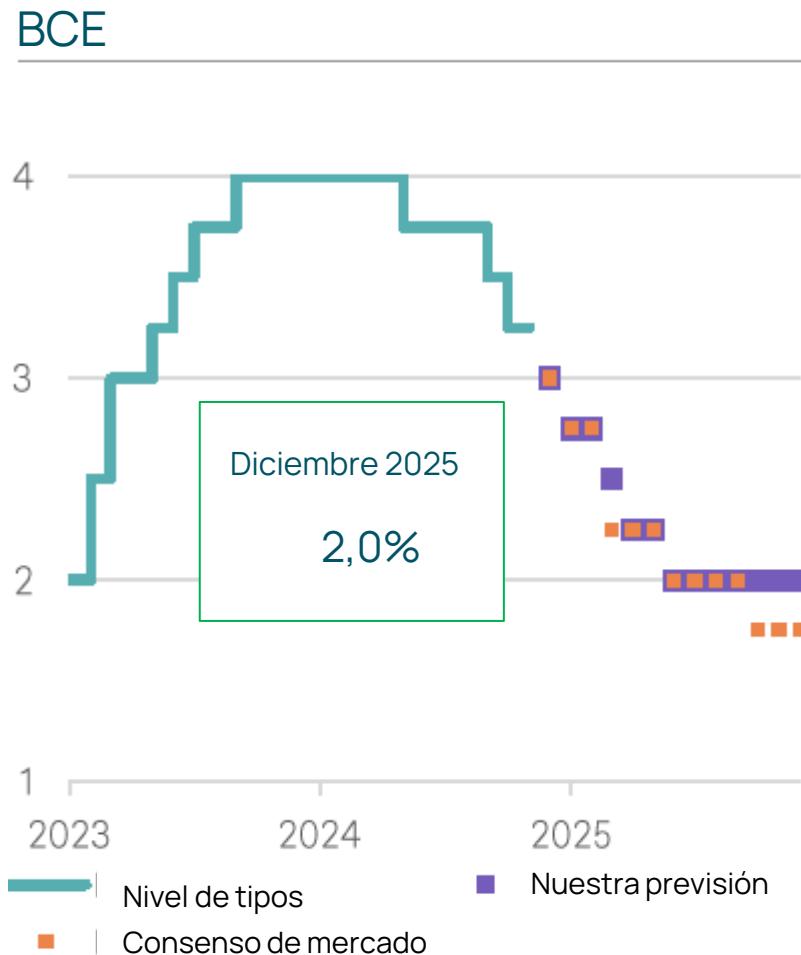




La normalización monetaria continua

Moviéndonos hacia un entorno de tipos menos restrictivo, pero a diferentes ritmos

- ▶ Teniendo en cuenta la mayor debilidad económica de la zona euro y el fuerte ritmo de ajuste en la inflación que parece cada vez más claramente estabilizada en torno al 2% pensamos que el BCE mantendrá su ritmo de bajadas previsto. Esperamos que los tipos de intervención se estabilicen en torno al 2% a mediados de 2025 y se mantengan estables en ese nivel.
- ▶ En el caso de UK, teniendo en cuenta los niveles de inflación y crecimiento esperamos que el BOE mantenga un ritmo de bajadas más suave.
- ▶ Por último, y como excepción en una dirección completamente opuesta dentro de las principales economías desarrolladas estaría Japón donde esperamos un entorno moderado de política monetaria restrictiva. El buen tono del mercado laboral está generando cierta tensión de salarios y una mejora sostenible de la demanda doméstica.



Riesgos y oportunidades potenciales para el escenario central

Esperamos un entorno volátil para el que habrá que estar preparado y ser muy flexible



- ▶ Los grandes riesgos geopolíticos abiertos durante este ejercicio siguen activos. Las posibilidades de escalada y expansión del conflicto en Oriente Medio parecen haberse reducido a pesar de su expansión hacia el Líbano, pero aún sigue en situación muy crítica. Por su parte el final de la guerra en Ucrania podría no estar muy lejano tras la llegada de Trump a la presidencia dada su intención de eliminar la ayuda económica y militar de EE.UU.
- ▶ La elección de Trump podría generar importantes disruptpciones en el comercio global. A partir de enero según lo previsto se redibujará todo el sistema de aranceles a la importación en EE.UU lo cual dependiendo de la intensidad podría tener importantes consecuencias en varias geografías.
- ▶ Se espera el anuncio por parte de China de nuevas medidas de estímulo que permitan una mayor recuperación del crecimiento.
- ▶ No se puede descartar completamente un rebrote de la inflación en EE.UU, especialmente en la primera mitad de 2025. Los mercados y las autoridades de muchas regiones han centrado su atención en el crecimiento y sus riesgos a la baja. Aunque no es nuestro escenario base, creemos que un regreso de la inflación podría provocar un cambio radical en las perspectivas actuales y recalibrar las expectativas en torno a la relajación de la política monetaria y el consiguiente impulso a la economía.
- ▶ Las presiones fiscales y los elevadísimos déficits en las principales economías podrían tener un impacto real en la percepción del riesgo de crédito soberano en muchos países de continuar en la misma línea que hasta ahora. El escenario actual sigue siendo claramente expansivo desde un punto de vista fiscal, aunque los niveles de endeudamiento empiezan a ser preocupantes. En Europa

02.

Renta Fija

Renta Fija



Rentabilidades atractivas y un entorno moderadamente positivo de retornos.

Duración

- ▶ Crecimientos económicos bajos, aunque sostenidos e inflaciones moderándose hacia niveles cercanos al objetivo de los bancos centrales siguen favoreciendo bajadas de tipos oficiales del BCE, BoE y FED.
- ▶ Deberíamos ver una normalización en las pendientes de las curvas tanto en Europa como especialmente en EE.UU, que irán adquiriendo una ligera pendiente positiva a lo largo del año por bajadas en la parte corta y ligeros repuntes en los tramos medios y largos.
- ▶ Seguiremos viendo mucha volatilidad en mercado ligada a la evolución de los indicadores macro de actividad y precios. Será necesario un enfoque muy flexible en la gestión de la duración.
- ▶ No debemos subestimar el riesgo de reflación en EE.UU y la presión que pueda ejercer el miedo a niveles de déficit excesivos.
- ▶ Se espera una fuerte presión de oferta de bonos debido a las necesidades de refinanciación de los gobiernos y el incremento de los niveles de endeudamiento, lo que podría jugar un papel determinante en la fijación de los precios. La posibilidad de una expansión fiscal en Alemania si la CDU gana las elecciones en febrero podría abrir un nuevo escenario.
- ▶ Fuertes diferenciales entre EE.UU y Zona Euro y entre geografías en Europa podrían ofrecer oportunidades tácticas.

Diferencial 10yr EE.UU vs 10yr Alemania



Previsión de tipos Diciembre 2025



2 años

4,00%



2,00%

10 años

4,50%

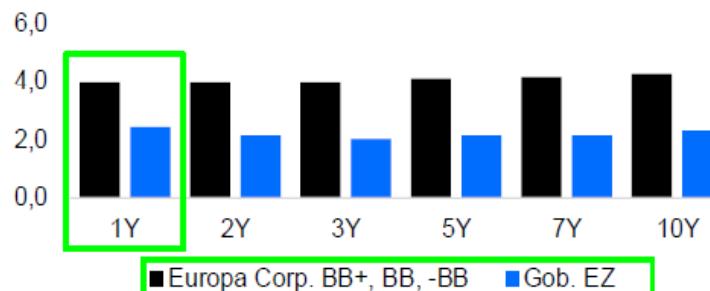
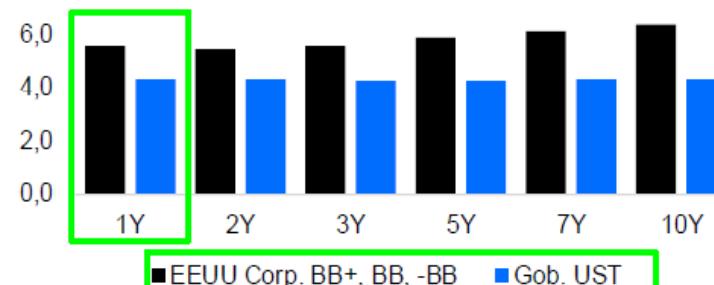
2,40%



Crédito

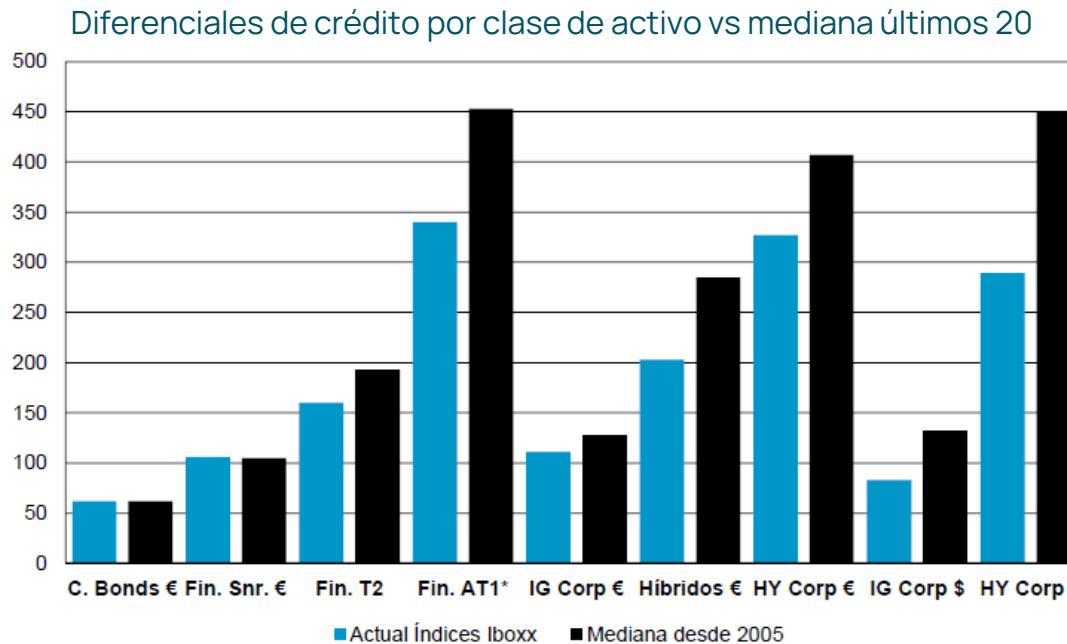
- ▶ Los diferenciales en el crédito corporativo están en mínimos de los últimos 20 años. A pesar de ello creemos que los niveles deberían estar más o menos soportados en un escenario de desaceleración suave donde por el momento no preocupan las tasas de default que siguen en mínimos.
- ▶ Aunque vemos difícil un ajuste severo en el crédito si no lo vemos antes en la renta variable, si creemos que la dispersión dentro del segmento va a ser elevada y habrá que ser muy selectivos en la calidad de los emisores y el tipo de industrias ya que algunas podrían verse más negativamente afectadas en esta etapa del ciclo, especialmente aquellas que puedan sufrir el impacto directo del recrudecimiento de la guerra comercial.
- ▶ Por su parte el riesgo de un estrechamiento de liquidez hoy por hoy no existe y la demanda se mantiene sólida tanto en IG como en High Yield de corto plazo. Vemos más soporte en crédito financiero y nos sigue gustando el papel subordinado en este segmento a pesar de su elevado recorrido.
- ▶ Aunque vemos muy difícil un estrechamiento de diferenciales desde los niveles actuales en el crédito en general, si creemos que el "carry" adicional que añade sigue compensando el riesgo, especialmente en plazos cortos y siendo muy selectivos.

Yield de crédito USA y EU por plazos

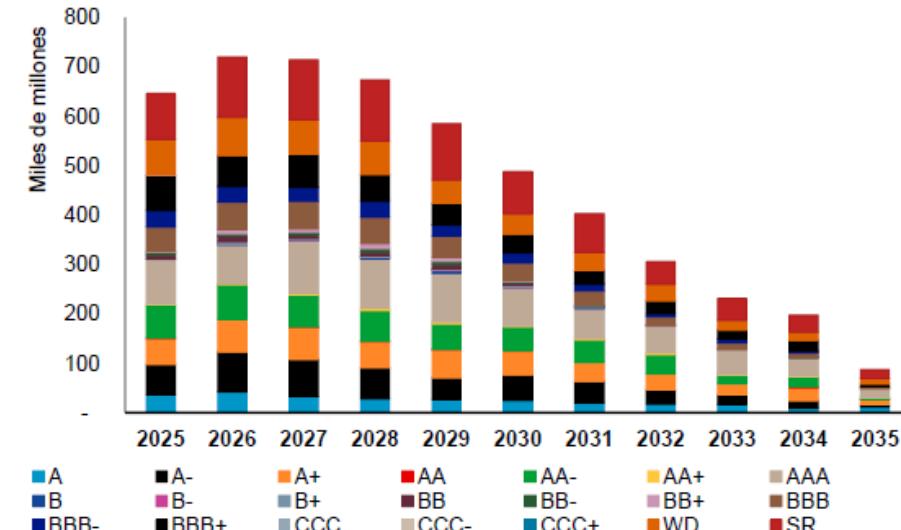




Crédito



Mapa de vencimientos crédito europeo



- ▶ Los diferenciales están mucho más ajustados en el crédito norteamericano que en el crédito europeo, así como en IG respecto a HY.
- ▶ El miedo a una acumulación de vencimientos difícil de digerir por el mercado no parece existir visto lo ocurrido este año. El volumen de emisión de crédito en grado de inversión en euros se ha incrementado en 2024 un 63% y el de HY un 100% con un coste de financiación medio menor y una sobredemanda en media 3 veces superior a la oferta. Dados los niveles de liquidez en el sistema y la persistente necesidad de potenciar el “carry” por parte de los inversores nada invita a pensar que la situación en 2025 no vaya a ser similar a pesar del fuerte volumen de vencimientos.

03.

Renta Variable

Renta Variable



Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

- ▶ En un momento de desaceleración económica y compresión de márgenes y beneficios en general vemos poco probable repetir los retornos de los últimos años en renta variable. A pesar de ello, un entorno de expansión monetaria y fiscal siempre ha favorecido el comportamiento de los activos de riesgo y de las acciones en particular.
- ▶ Los niveles de partida son muy distintos según geografías en términos de valoración. Igualmente, la diferente estructura sectorial de los índices y sus divergencias en términos de concentración también han jugado un papel determinante y lo seguirán haciendo muy probablemente en 2025.
- ▶ Esperamos retornos en renta variable global (MSCI World AC) de un dígito alto siempre que los riesgos de cola lo permitan.

1

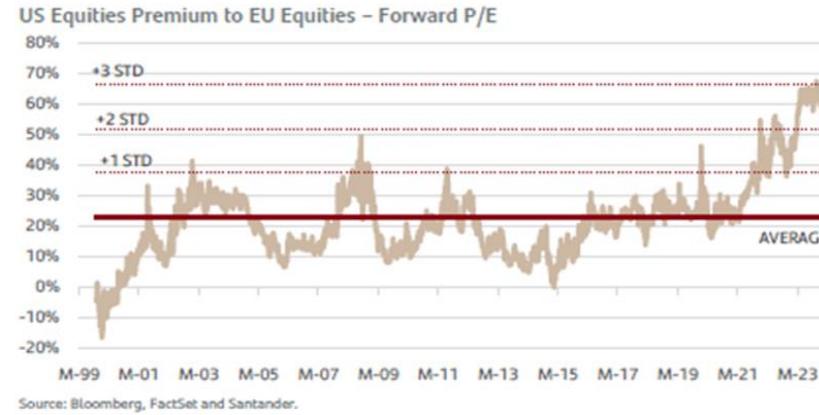
Preferencia de EE.UU frente a Europa de forma estructural, aunque la extrema infravaloración relativa del viejo continente resulta una baza atractiva para jugarla tácticamente

- ▶ Nos encontramos en un momento particularmente extremo en cuanto a la divergencia en valoración entre la bolsa norteamericana y las europeas. Más de un 60% de descuento relativo a favor de Europa que en términos relativos es el nivel más elevado de los últimos 25 años, la diferencia de múltiplos es de tres desviaciones típicas por encima de la media en ese intervalo de tiempo. Las razones son múltiples y de carácter estructural (Composición temática y sectorial, estructura de índices, evolución de beneficios, evolución de las primas de riesgo, etc)
- ▶ A pesar de la mencionada prima y de considerar que la bolsa norteamericana se encuentra históricamente cara, creemos que tiene un margen mayor de desempeño en 2025, año para el que esperamos un crecimiento de BPA entre el 13 y el 15% y una revalorización para el S&P500 superior al 10%. Si neutralizamos el efecto sobre la valoración de las 7 magníficas el múltiplo a 12m del S&P500 descendería de unas 26 veces a 18 lo que está mucho más cerca de la media histórica.

Renta Variable



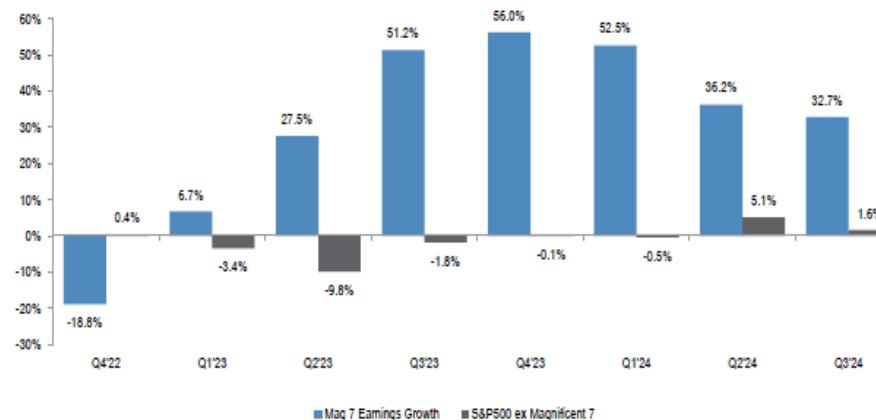
Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.



S&P500 vs S&P500 Eqw vs Mag 7



Crecimiento beneficios S&P500 vs S&P500 sin magnificant 7



- ▶ Por otra parte, creemos que el Trump trade seguirá generando tracción sobre la bolsa de EE.UU en los próximos meses a medida que se apliquen las prórrogas fiscales y las medidas de desregulación prometidas que deberían generar un efecto positivo sobre los beneficios.

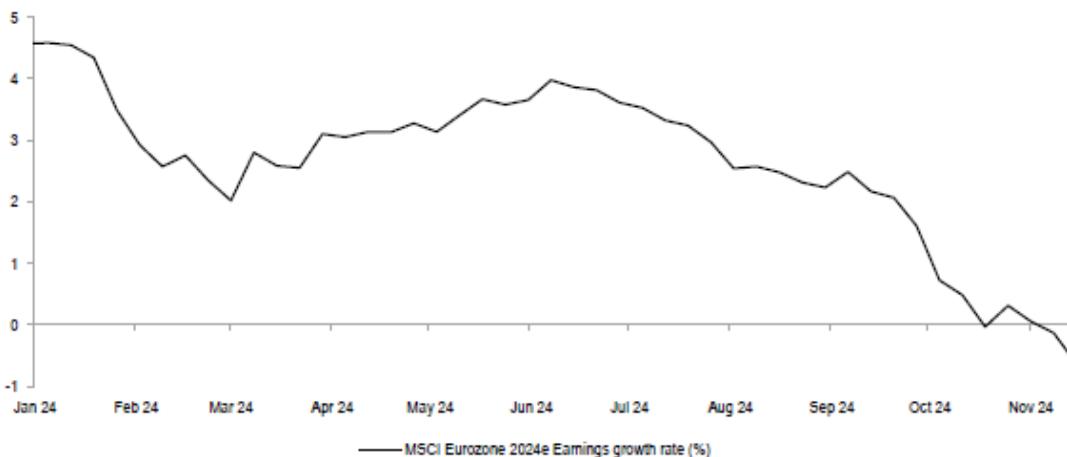
Renta Variable



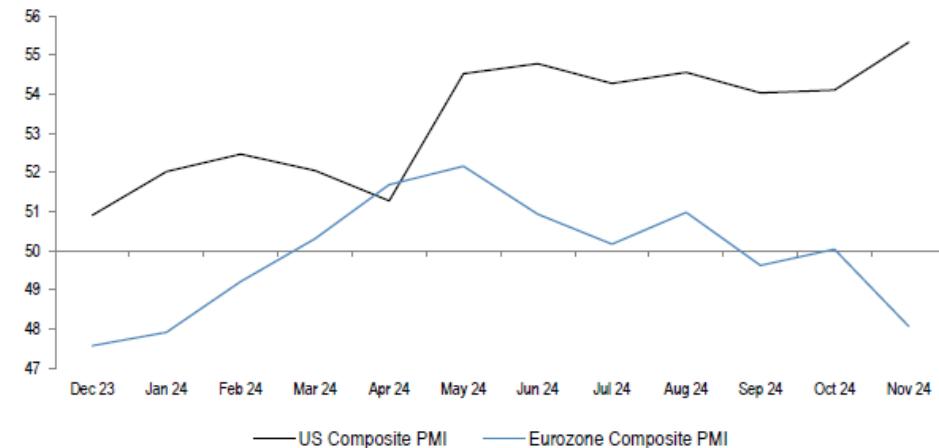
Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

- En lo que respecta a las bolsas Europeas creemos que adolecen de vientos de cola o catalizadores suficientes para experimentar una fuerte recuperación sostenida más allá de su valoración históricamente atractiva. La debilidad del crecimiento, los constantes problemas políticos (elecciones en Alemania, moción de censura en Francia, auge de los partidos extremos en todo el continente, etc..), la caída generalizada en beneficios observada en los últimos trimestres, el posible incremento de tarifas a los bienes y servicios por parte de EE.UU o la interminable guerra de Ucrania son en gran medida responsables de los bajos niveles de valoración mencionados. Sin embargo, creemos que tácticamente deberíamos ver cerrarse parcialmente ese gap en el corto plazo, especialmente si aparece un catalizador positivo como podría ser el anuncio por parte de China de nuevas medidas de estímulo o la aprobación de un incremento de gasto público en Alemania tras las elecciones.

Crecimiento de beneficios MSCI Eurozone en 2024e



PMI Zona Euro vs PMI EE.UU



Renta Variable



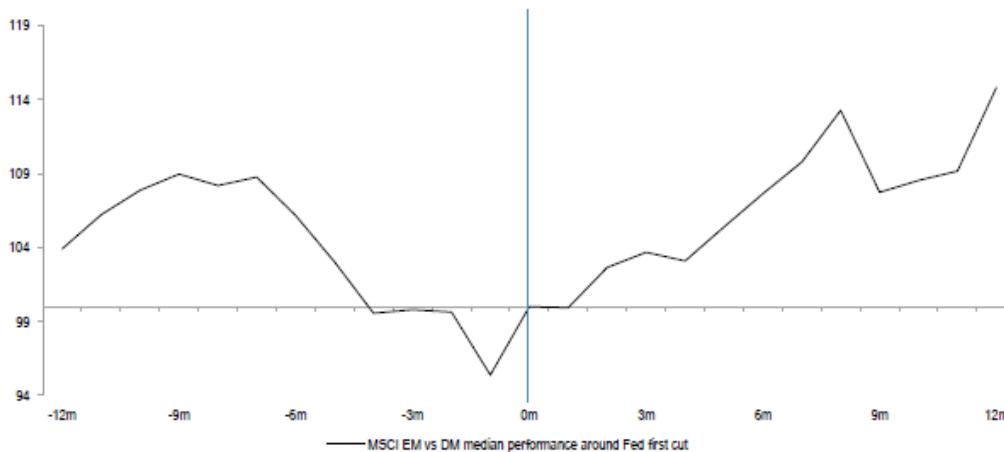
Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

2

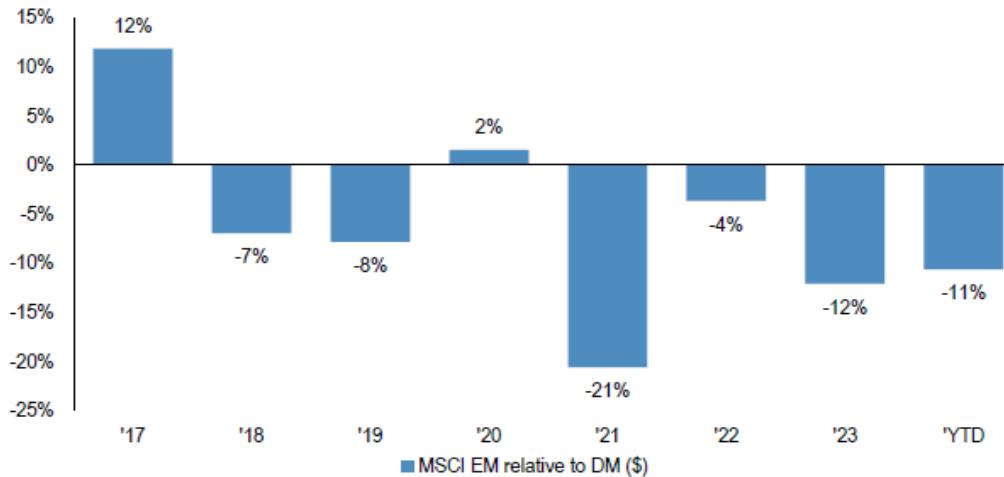
Mejora nuestra percepción sobre emergentes de forma muy selectiva, pero nos mantenemos escépticos con China

- ▶ El PER relativo de bolsas emergentes / desarrolladas cotiza un descuento de más del 20% sobre media histórica cuando el mayor crecimiento en emergentes que en desarrollados en los próximos dos años justificaría un descuento un 50% inferior.
- ▶ Las bolsas emergentes históricamente tienden a comportarse bien en fases de recorte de tipos por parte de la FED aunque el comportamiento histórico tiende a favorecer a los desarrollados.
- ▶ En cuanto a China, aunque las valoraciones siguen siendo atractivas vemos difícil que el gobierno sea capaz de poner las bases suficientes para estimular el crecimiento a los niveles necesarios. Los problemas son estructurales y requieren cambios más profundos.

MSCI Emergentes vs MSCI desarrollados desde inicio ciclo de recorte de tipos por parte de la FED



Retorno relativo MSCI Emergentes vc MSCI Desarrollados desde 2017



Renta Variable



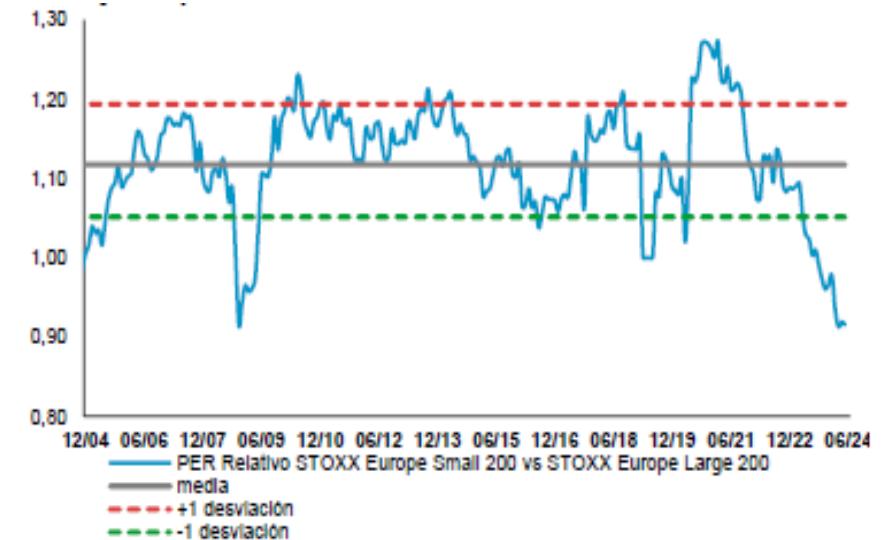
Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

3

Empezamos a ser ligeramente favorables a cílicos de forma selectiva, crecimiento vs valor y pequeña y mediana capitalización frente a grande.

- ▶ Dado que no esperamos un escenario recesivo y si una cierta recuperación de la actividad, el ciclo de bajadas de tipos continúa y observamos un castigo excesivo en muchos sectores y valores cílicos creemos que es momento de empezar a tomar posiciones selectivamente.
- ▶ Creemos que el crecimiento y la sostenibilidad de los beneficios junto con la calidad de los balances será el elemento que volverá a primar en la selección de compañías en 2025. La ratio value/growth ha vuelto a subir en 2024 más de un 5% y está cerca de máximos lo que indicaría momentum de entrada en crecimiento. Únicamente en un escenario de fuerte reflación cobraría sentido seguir apostando por el value.
- ▶ Por último, el entorno de bajada de tipos que reduce los costes de financiación junto con unas valoraciones atractivas y cierta recuperación de la actividad, especialmente en EE.UU, creemos que favorece la inversión en compañías de pequeña y mediana capitalización.
- ▶ El descuento relativo en términos de múltiplos es muy significativo. En Europa sería cercano al 30%.

PER relativo Stoxx Europe Small 200 vs Stoxx Large 200





Espacio para subidas adicionales, pero con importantes riesgos de cola a vigilar.

4

Resumen de los principales riesgos y oportunidades a vigilar que podrían generar movimiento en renta variable en 2025

- ▶ Acuerdo de paz en Ucrania y su posterior reconstrucción.
- ▶ Guerra comercial. Incremento de aranceles por parte de EE.UU especialmente a China y Europa.
- ▶ Exposición a China. Posibles paquetes de estímulo fiscal y monetario adicionales.
- ▶ Riesgo político en Europa. Elecciones presidenciales en Alemania en febrero y posible incremento del gasto público si vence la CDU
- ▶ Reducción de impuestos y fuerte desregulación en EE.UU
- ▶ Incremento del gasto en defensa ante las presiones de EE.UU y el posible recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en marcha
- ▶ Posibilidad de un rebrote de la inflación
- ▶ Toma de beneficios por exceso de valoración en algunos sectores como el tecnológico en EE.UU

04.

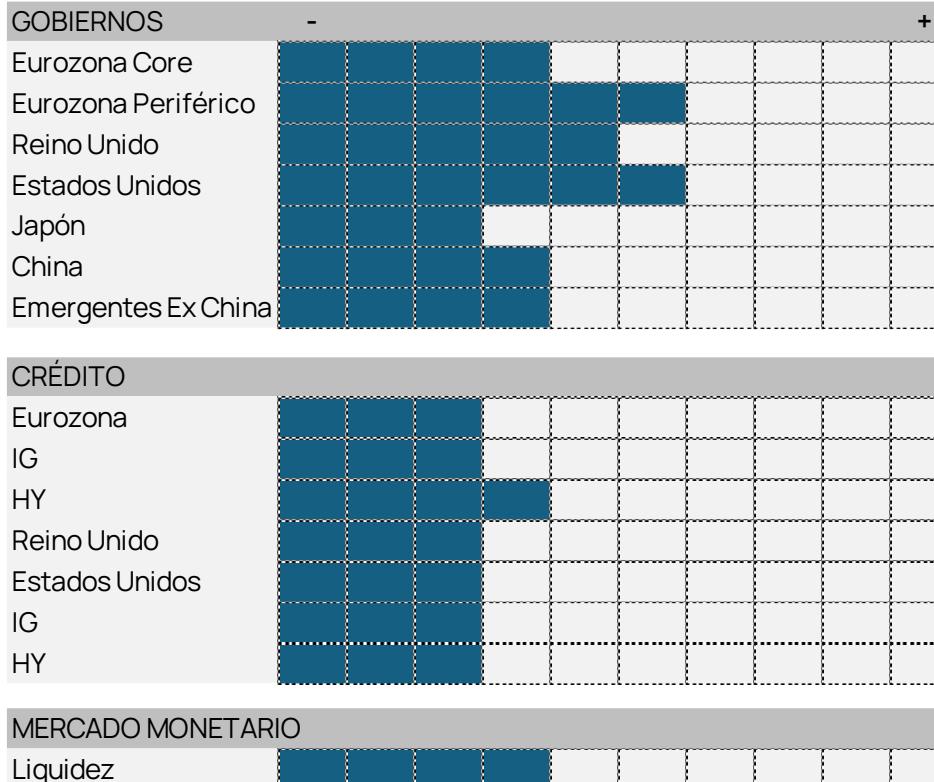
Posicionamiento Estratégico

Posicionamiento Estratégico: Renta Fija

2025 un año de riesgos y oportunidades



Grado de Convicción



Perfil de Duración

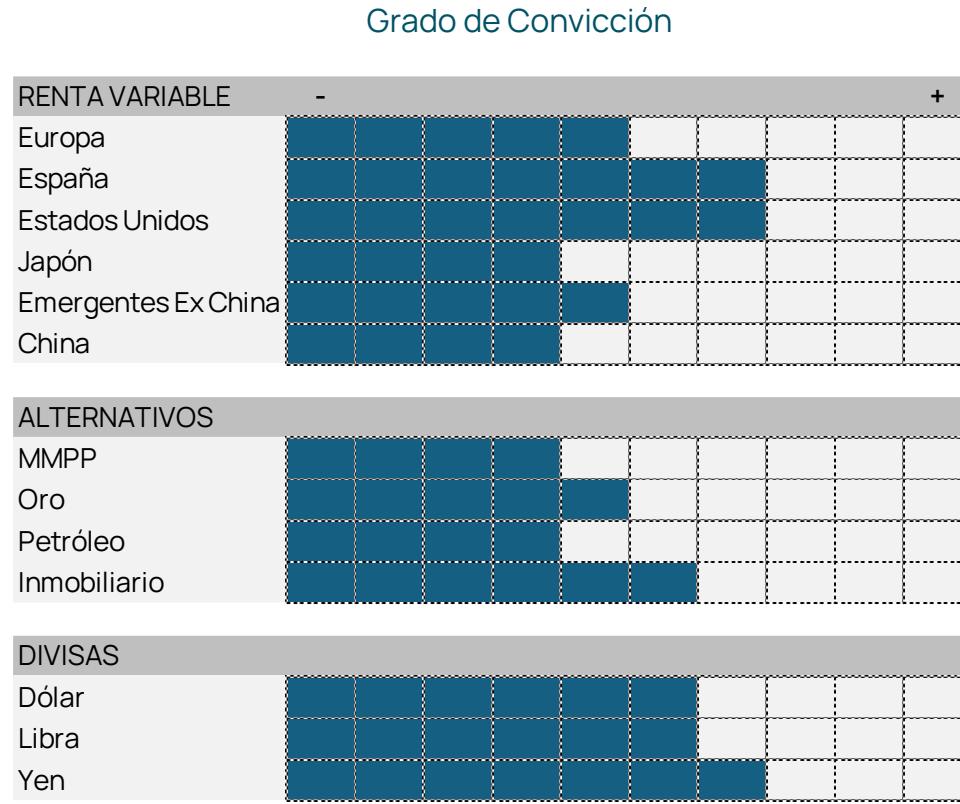
Esperamos un mercado de renta fija con fuertes movimientos y muy dependiente de los datos de actividad e inflación que vayamos conociendo en los próximos meses, especialmente en la primera mitad del año. Por lo tanto, deberemos ser muy flexiles sin esperar tendencias muy largas.

Por el momento preferimos los tramos medios y largos de las curvas manteniendo un perfil de duración moderado y jugar los movimientos más agresivos de los plazos largos de forma táctica.

El crédito se encuentra fundamentalmente caro, especialmente en EE.UU, pero creemos que en el entorno macro esperado se encuentra bastante soportado. Igualmente deberemos ser muy selectivos buscando oportunidades puntuales con perfiles de retorno / riesgos suficientemente interesantes. Preferimos concentrarnos en plazos cortos.

Posicionamiento Estratégico: Renta Variable, Alternativos y Divisas

2025 un año de riesgos y oportunidades



Perfil de riesgo

Somos moderadamente optimistas en renta variable a pesar de las subidas acumuladas, aunque vemos importantes divergencias entre geografías. El entorno de desaceleración suave, expectativas de bajadas de tipos y medidas fiscales expansivas sigue siendo favorable para las bolsas, lo que unido a la gran cantidad de liquidez en el sistema deja cierto margen para subidas adicionales. En EE.UU creemos que los vientos de cola de la elección de Trump seguirán apoyando algo más de tiempo. En Europa vemos un panorama más complicado por la debilidad económica pero la fuerte infravaloración podría ejercer de catalizador.

Debemos vigilar los importantes riesgos de fondo que siguen activos ya que en cualquier momento podrían desestabilizar los mercados.

Vemos un euro débil frente a sus principales pares y en especial frente al dólar. Así mismo seguimos viendo un fuerte recorrido en el Yen una vez que se inicien las subidas de tipos en Japón el próximo año.

Disclaimer



Esta presentación (la Presentación) ha sido preparada por UNIGEST, S.G.I.I.C., S.A.U., en adelante "Unigest", sociedad 100% perteneciente a Unicaja Banco, S.A. a efectos meramente informativos.

La información facilitada en esta presentación no puede ser valorada ni considerada en sustitución del propio ejercicio de valoración independiente que el receptor de esta información pueda llevar a cabo en relación con las operaciones, situación financiera y perspectivas de la Sociedad. La información que contiene esta Presentación no pretende ser completa o contener toda la información que un posible comprador de valores de la Sociedad podría desear o requerir a la hora de decidir si adquiere o no dichos valores, y, salvo indicación expresa en contrario, no ha sido verificada por la Sociedad o ninguna otra persona.

La información contenida en esta Presentación puede ser objeto de modificación en cualquier momento sin previo aviso y no debe confiarse en ella a ningún efecto. Ni la Sociedad ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes manifiestan o garantizan, expresa o tácitamente, la ecuanimidad, exactitud, exhaustividad y corrección de cualquier información contenida en este documento, ni, en consecuencia, debe darse por sentada. Ni Unigest, ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes asumen responsabilidad alguna con base en el presente documento, sobre la información contenida o referida en el mismo, así como de los posibles errores u omisiones. Ni la Sociedad, ni ninguna de sus filiales, asesores o agentes asumen obligación alguna de proporcionar a los receptores de esta Presentación acceso a información adicional o actualizar el presente documento o a subsanar imprecisiones de la información contenida o referida en la Presentación.

Unigest advierte de que esta Presentación puede contener manifestaciones sobre previsiones y estimaciones respecto del negocio, la situación financiera, las operaciones, la estrategia, los planes y los objetivos de Unigest y sus filiales. Si bien estas previsiones y estimaciones representan la opinión actual de Unigest sobre sus expectativas futuras de desarrollo de negocio, determinados riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes podrían ocasionar que los resultados sean sustancialmente diferentes de lo esperado por Unigest y sus filiales. Estos factores incluyen, pero no se limitan a: (1) la situación del mercado, factores macroeconómicos, tendencias gubernamentales, políticas y regulatorias; (2) movimientos en los mercados bursátiles nacionales e internacionales, tipos de cambio y tipos de interés; (3) presiones competitivas; (4) desarrollos tecnológicos; y (5) cambios en la posición financiera o la solvencia de sus clientes, deudores y contrapartes.

Los datos del mercado y la posición competitiva incluidos en la Presentación se han obtenido generalmente de publicaciones sobre el sector y encuestas o estudios realizados por terceros. La información sobre otras entidades se ha tomado de informes publicados por dichas entidades. Existen limitaciones respecto a la disponibilidad, exactitud, exhaustividad y comparabilidad de dicha información. Unigest no ha verificado dicha información de forma independiente y no puede garantizar su exactitud y exhaustividad. Asimismo, ciertas manifestaciones incluidas en la Presentación sobre el mercado y la posición competitiva de Unigest se basan en análisis internos de Unicaja Banco, que conllevan determinadas asunciones y estimaciones. Estos análisis internos no han sido verificados por ninguna fuente independiente y no puede asegurarse que dichas estimaciones o asunciones sean correctas. En consecuencia, no se debe depositar una confianza indebida en los datos sobre el sector, el mercado o la posición competitiva de Unigest contenidos en esta Presentación.



Visión de mercados 2025

Diciembre 2024

Departamento de Inversiones – Unigest.