HOUSE VIEW

VELAS DESPLEGADAS PARA 2025

BancaMarch

Velas desplegadas para 2025

Posición Estratégica

Clase de Activo	-2	-1	Neutral	+1	+2
Liquidez		●			
Renta Fija				●	
Renta Variable			●		
Alternativos			●		

Renta Fija	-2	-1	Neutral	+1	+2
Deuda Soberana		●			
EE.UU.			●		
Euro			●		
Bonos Corporativos				●	
Investment Grade				●	
High Yield			●		
Deuda Emergente				●	
Bonos Convertibles			●		

Renta Variable	-2	-1	Neutral	+1	+2
Europa			●		
Estados Unidos				●	
Emergentes			●		
Resto del Mundo		●			

Alternativos	-2	-1	Neutral	+1	+2
Líquidos		●			
Ilíquidos				●	

Divisas	–		Neutral		+
Dólar			●		
Libra Esterlina			●		

MACROECONOMÍA

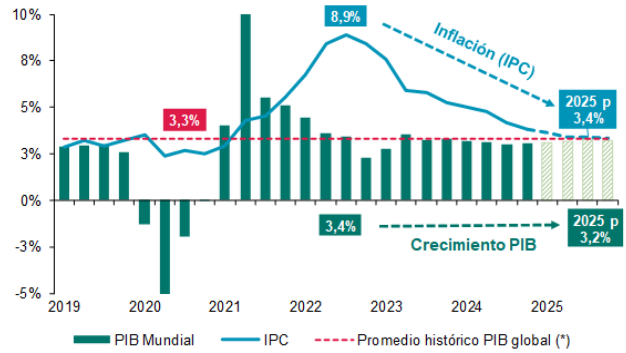
El ciclo económico proseguirá con brisa favorable en 2025.

Entramos en el quinto año de vida de un ciclo que ha sido capaz de sobreponerse a nada menos que los fuertes desequilibrios que dejó la pandemia, la irrupción de la guerra en Ucrania –causante del mayor *shock* inflacionista desde los años 80–, y los tipos de interés más elevados desde principios del siglo.

No movemos la proa, es vital abstraerse del ruido político manteniendo el timón firme y centrando el foco en la evolución de la economía. A pesar del confuso escenario geopolítico que genera la llegada de Trump, los datos de actividad siguen apuntando a un crecimiento mundial sostenido y una inflación que se "normaliza" gradualmente.

En este escenario, el viento continuará siendo ligero y favorable. Ante un ciclo que se prolonga, mantenemos nuestras velas desplegadas en un año que anticipamos nos dejará rentabilidades positivas en las principales clases de activos.

1. Crecimiento soportado con inflación normalizándose



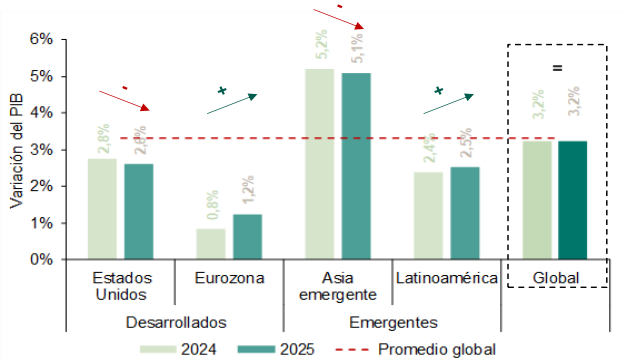
(*) Desde 1980.
Fuente: Bloomberg, O.E. y Banca March.

A nivel global, anticipamos que el PIB crecerá un +3,2% este año, un nivel inferior pero muy similar al promedio histórico.

Unas tasas de paro contenidas y el aumento de los salarios permitirá mantener la recuperación de los ingresos de los hogares y, con ello, el consumo privado continuará impulsando la actividad. Todo ello mientras el proceso de desinflación continúa con su gradual senda de moderación y el IPC global se situará cerca del +3% a finales de 2025, es decir, tasas ya muy lejanas al +9% registrado en 2022 y niveles más "normalizados" e incluso inferiores a la media del +3,5% de la década que precedió a la pandemia.

Este aterrizaje suave continuará liderado por Estados Unidos, donde el crecimiento se moderará ligeramente hasta el +2,6%. Por su parte, en la eurozona, veremos cómo la economía va de menos a más y crecerá un +1,2% este año (vs. +0,7% de 2024). En cuanto a China, las medidas de estímulo no han conseguido recuperar la demanda interna, que aún sigue lastrada por la crisis inmobiliaria y la introducción de mayores aranceles supondrá un nuevo freno al crecimiento para el gigante asiático.

2. Un crecimiento más balanceado entre regiones

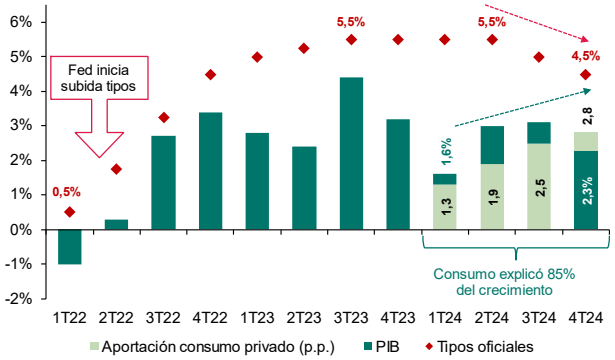


Fuente: Bloomberg y Banca March.

La economía de Estados Unidos seguirá liderando el crecimiento.

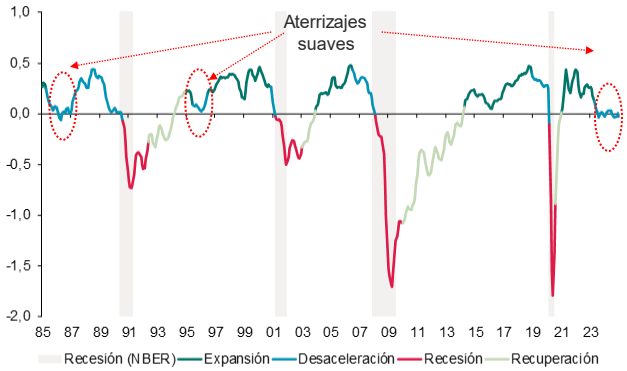
Los últimos datos no han dejado dudas y la economía americana cerró un año más con un crecimiento saludable gracias al vigor de su consumo privado. En el conjunto de 2024 el crecimiento fue del +2,8%, siendo que más del 85% se debió a la contribución del consumo. Estas positivas cifras llegan más de dos años después del inicio del endurecimiento monetario de la Reserva Federal y confirman que, en esta ocasión, la subida de los tipos oficiales no ha desencadenado un freno en seco de la actividad (gráfico 3).

3. Más de 2 años después del inicio de la subida de tipos, el crecimiento sigue sostenido (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

4. Nuestro indicador se asemeja a otros "aterrizajes suaves" del pasado

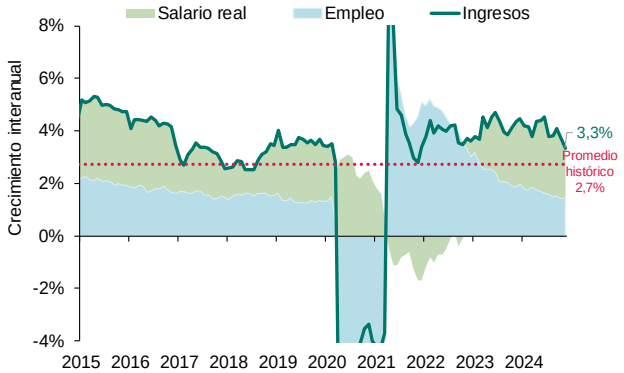


Una tendencia que ratifica nuestro indicador agregado de momento del ciclo, que ha repuntado en los últimos meses y muestra una tendencia a episodios pasados de "aterrizaje suave" de la actividad (1985 y 1995, gráfico 4).

Mas importante aún, es que, un 80% de los componentes de este indicador se encuentran en terreno de recuperación o expansión lo que apoya nuestra perspectiva de un crecimiento sostenido para los próximos trimestres. Además, cabe señalar que las únicas áreas que apuntan a un menor dinamismo del ciclo son el M&A y los permisos de construcción, componentes que se deberían reactivar, dado que ya hemos dejado atrás el periodo de mayor endurecimiento de las condiciones financieras.

El consumo y la productividad son dos motores a pleno rendimiento.

5. Los salarios reales sostendrán el consumo (EE.UU.)



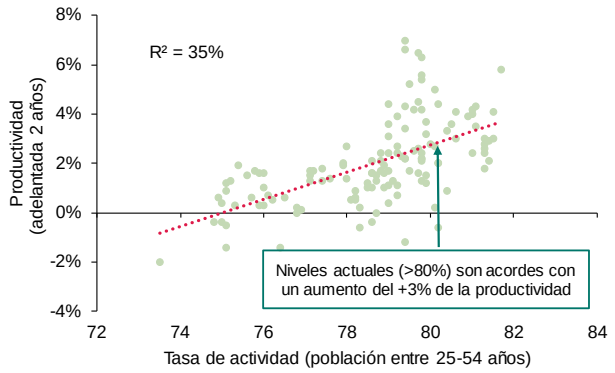
Fuente: Bloomberg y Banca March.

De cara a 2025, nuestras perspectivas para el consumo siguen siendo alentadoras. Aunque la creación de empleo se está moderando, las familias continuarán ganando poder de compra gracias al incremento de los salarios que supera la inflación.

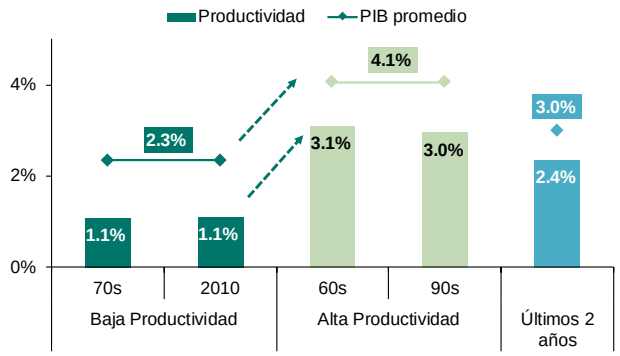
Los ingresos "reales" creciendo al +3%, suponen niveles superiores al promedio histórico, que pensamos serán más que suficientes para actuar de soporte para el consumo privado.

Por otro lado, si bien es cierto que unas tasas de paro reducidas y la escasez de mano de obra cualificada están normalmente asociadas a un incremento de la inflación en el corto plazo, también es cierto que, en muchas ocasiones en el pasado, estas condiciones fueron los detonantes de una mejora de la productividad a medio plazo. Analizando la evolución de la tasa de actividad y la productividad desde el inicio de los años 90, esta relación es más fuerte y tasas de empleo por encima del 80% –como las registradas en Estados Unidos durante los dos últimos años– suelen anticipar crecimientos de la productividad del +3%.

6. Altos niveles de empleo a medio plazo suelen mejorar procesos y eficiencia



7. Mayor productividad permitirá un mayor crecimiento (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

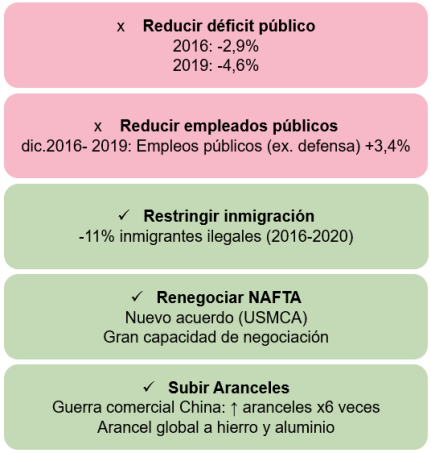
En el actual contexto, marcado por importantes avances tecnológicos y una carrera en la digitalización, consideramos que la previsible implementación de mejoras de los procesos serán un factor decisivo en la extensión del actual ciclo económico y que además suelen llevar aparejados una aceleración del crecimiento agregado (gráfico 7).

La nueva era Trump: margen de maniobra más limitado debido a las cuentas públicas.

El regreso de Donald Trump a la presidencia de Estados Unidos y sus agresivas propuestas, incorporan incertidumbre, pero también nos trasladan a un escenario ya vivido en 2016. En la era Trump 1.0, hemos presenciado un abanico diverso de promesas y amenazas, muchas de ellas con una connotación sobredimensionada o como herramienta de negociación.

En materia de inmigración, la campaña electoral de 2016 ya incluía una mezcolanza de algunas de las medidas que ahora vuelve a proponer. Entre ellas, la eliminación del derecho a la ciudadanía por nacimiento, una orden ejecutiva que en el pasado ya fue desestimada por inconstitucional, puesto que son necesarios 2/3 de los votos a favor en ambas cámaras del Congreso. Ahora, la firmada el pasado 20 de enero, se encuentra temporalmente bloqueada. Lo que sí se materializó durante Trump 1.0, fue el refuerzo de las barreras fronterizas con México y la disminución de la inmigración ilegal. Pese a las dificultades de contabilidad, las estimaciones gubernamentales señalan una reducción de 11,8 millones de inmigrantes sin autorización en 2016 a 10,5 millones en 2020.

8. MAGA 2016: promesas vs. realidades



Fuente: CBO, Departamento de Seguridad Nacional (DHS), Oficina de Administración Personal (OPM) y Banca March.

Otra temática que se repite es la búsqueda de eficiencia gubernamental. Para ello, esta vez con Elon Musk al frente, se ha creado el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE, en inglés). En 2016, Trump se comprometió a reducir el número de empleados públicos (ex. defensa) mediante la congelación de contrataciones en el Gobierno, pero lo cierto es que esta orden ejecutiva duró solo 79 días y, durante su mandato, los empleados públicos aumentaron un +3,4%.

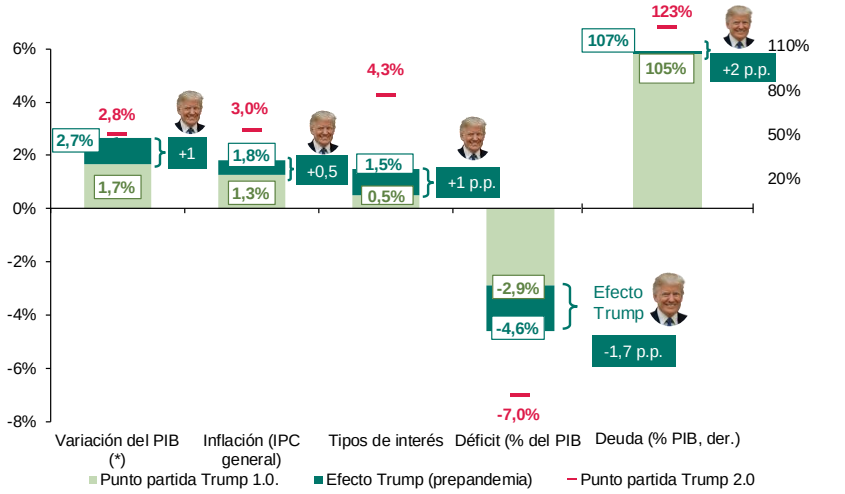
Más allá de qué hizo y qué no, toma relevancia qué puede hacer. El partido republicano dispone de la máxima legitimidad política, con el control del Gobierno y las dos cámaras del Congreso, al igual que ocurrió durante los dos primeros años de Trump 1.0. Sin embargo, el punto de partida de la economía es ahora diferente y las cuentas públicas están más deterioradas, lo que limita su margen de actuación.

En su primer mandato heredó unos niveles de inflación más reducidos, del +1,3% frente al +3% de 2024, lo que requerirá de esmero y meticulosidad al implementar nuevos aranceles para evitar un impacto excesivo sobre los consumidores. Algo que ya hizo en el pasado y en plena guerra arancelaria con China. Trump optó por retrasar desde septiembre a mediados de diciembre la implementación de aranceles sobre 160.000 millones de dólares en importaciones chinas –incluían teléfonos móviles, portátiles y juguetes–, para evitar durante un período clave de compras navideñas, la posibilidad de un fuerte contagio sobre los precios. De hecho, a pesar de su amplia beligerancia comercial en el primer mandato, lo cierto es que la inflación no se disparó de una forma excesiva, tan solo aumentó +0,5 p.p. en tres años y el IPC se mantuvo por debajo del objetivo del +2%.

El principal obstáculo al que se enfrenta ahora el dirigente es el agravamiento del desequilibrio fiscal: la deuda pública se sitúa en el 123% del PIB, casi 20 p.p. más frente a su llegada en 2017, y se prevé un déficit del 7% para 2024, el más alto entre las principales economías desarrolladas. Durante su primer

mandato, las reducciones de impuestos llevaron a una disminución de los ingresos, sin que esto se viera contrarrestado por una reducción en los gastos. El "efecto Trump" incrementó el déficit en casi 2 p.p. sin conseguir ajustar los presupuestos.

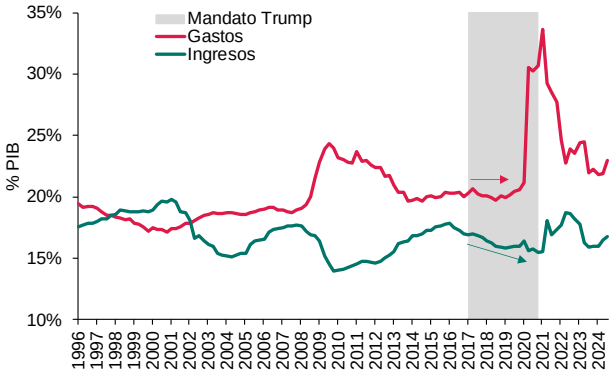
9. Menor margen de maniobra para este mandato



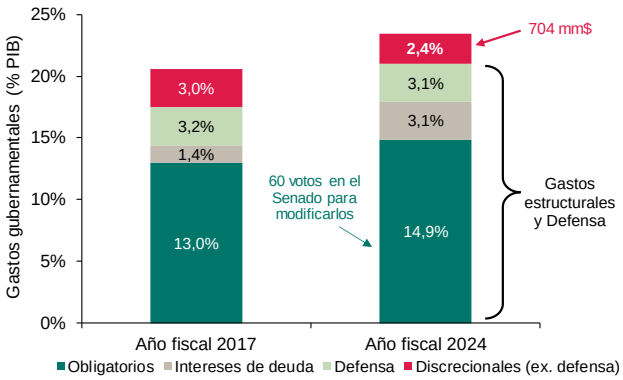
(*) Para variación del PIB: "Punto de partida Trump 1.0" es el crecimiento acumulado y anualizado del mandato de Obama y el "Efecto Trump" incluye el mandato de Trump entre 2017 y 2019 (ex. COVID-19).
Fuente: CBO, Departamento del Tesoro, Bloomberg y Banca March.

En este contexto, contener el gasto seguirá siendo un desafío dada la limitación en las partidas susceptibles de ser intervenidas. Los pagos de intereses de la deuda son ineludibles y Trump no está dispuesto a reducir el presupuesto de defensa. Por otro lado, los gastos obligatorios, son aquellos que, para recortarlos, es necesario cambiar la ley mediante una mayoría de 60 votos en el Senado –los senadores republicanos representan un total de 53–. Incluyen programas como Medicare, Medicaid, la seguridad social y beneficios para militares retirados, por lo que incluso entre los propios senadores republicanos, no existe certeza de un consenso para tales cambios. Por lo tanto, solo está garantizado un margen de maniobra sobre el 2,4% del PIB correspondiente a gastos discrecionales, que también son difíciles de recortar en su totalidad, ya que financian áreas críticas como la educación, la investigación médica, la administración de justicia y el transporte.

10. En su anterior mandato redujo los ingresos y no los gastos



11. ¿Recorte gasto público?: los milagros no existen



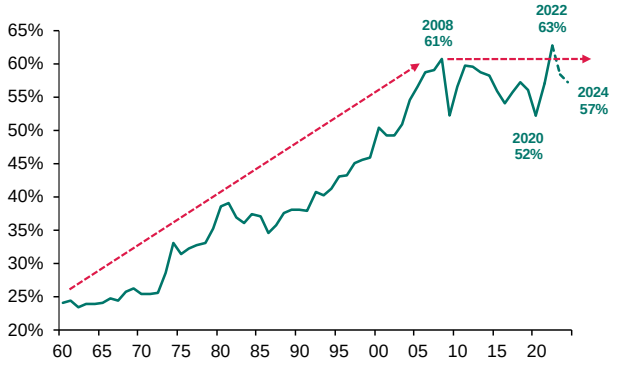
Fuente: Bloomberg, CBO y Banca March.

Más que un retroceso del comercio global, anticipamos una ralentización y que los servicios continúen ganando importancia.

En el plano de la política exterior, uno de los pilares de campaña de Donald Trump fueron las amenazas de nuevos aranceles a las importaciones, una estrategia que ya hemos visto durante su mandato anterior cuando en 2018 desató una guerra comercial contra China al multiplicar por 6 veces las tarifas a los bienes del país asiático. Pensamos que la llegada del nuevo inquilino a la Casa Blanca no supondrá el fin del comercio global sino más bien una ralentización desde unos niveles actuales muy elevados.

El comercio internacional lleva más de 15 años prácticamente estancado y unas mayores barreras comerciales nos hacen anticipar una cierta ralentización, principalmente por el lado de los bienes, mientras que los servicios continuarán ganando importancia –en los últimos 15 años, su participación sobre el comercio global ha pasado desde el 23% al 30% aproximadamente–.

12. Coeficiente de apertura externa global (exportaciones + importaciones como % del PIB)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Mientras que las amenazas de la campaña electoral fueron de carácter general –aranceles del 60% a China y entre el 10% y 20% para el resto del mundo–, una política que situaría el tipo arancelario promedio en niveles del 17,7% –algo no visto en casi 100 años–, durante sus primeros días de mandato, estas han ido virando hacia países específicos. En concreto, Trump acaba de firmar tres órdenes ejecutivas por las que impondrá, a partir del 4 de febrero, aranceles de 10% a las importaciones de China y de 25% a México y Canadá (con la excepción de las compras de productos energéticos canadienses que serán del 10%).

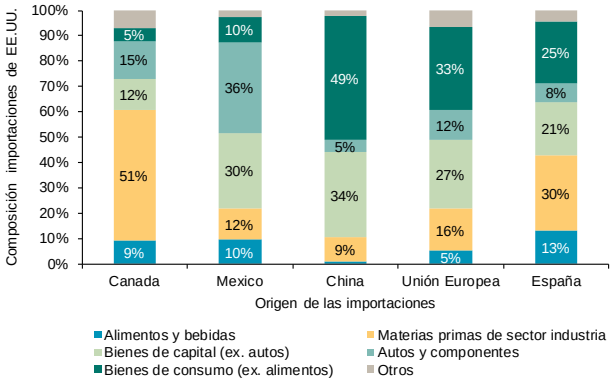
Aunque esta postura pueda hacer temer que se vaya a producir un retroceso brusco del comercio global, nos inclinamos a pensar que el continuo "acoso arancelario" y las amenazas comerciales forman parte de una estrategia de negociación ya utilizada en el pasado. No debemos olvidar que, en su primer mandato, partió de posturas muy extremas para después alcanzar acuerdos más comedidos, entre ellos en la renegociación del NAFTA –Tratado de Libre Comercio de América del Norte– alcanzado entre México, Estados Unidos y Canadá. Asimismo, la actual introducción de aranceles se podría revocar en el futuro de alcanzarse los objetivos de mayor control de la inmigración, del problema del fentanilo, así como el reequilibrio de la balanza comercial de Estados Unidos, algo que las propias órdenes ejecutivas dejan entrever.

A pesar de que existen motivos para que EE.UU. incremente sus aranceles, para que estos sean efectivos, deberán estar dirigidos a sectores específicos.

Desde un punto de vista conceptual, las amenazas de Donald Trump en materia de aranceles están más que justificadas. Regiones como China, la UE, México, India, entre otros, cobran unas mayores tarifas a los bienes estadounidenses en comparación a lo que pagan al exportar los propios. Más aún, en todos estos casos, la balanza comercial de bienes es negativa desde el punto de vista de EE.UU. y, en casos extremos como el de China, ronda los 280.000 M$.

Bajo este criterio, las principales regiones que deberían estar en el punto de mira de Trump son China, la UE y México, mientras que probablemente Canadá también se vea afectada por una cuestión de cercanía, además de otros factores políticos. Ahora bien, para que los aranceles sean efectivos, se requiere que estos sean lo más específicos posible, descartando así la idea de un impuesto universal

13. Composición importaciones de EE.UU. (*)

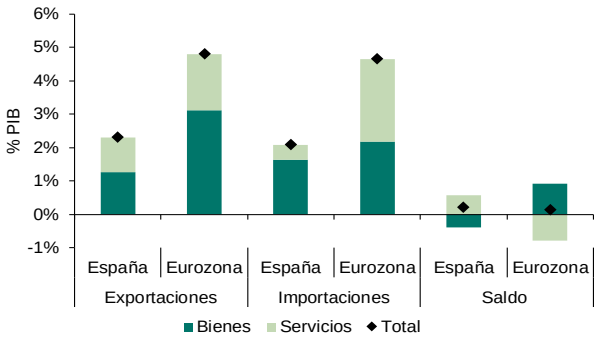


(*) Materias primas de sector industria (productos energéticos, químicos…); Bienes de capital (maquinaria, equipamiento, semiconductores…).
Fuente: BEA y Banca March.

A modo de ejemplo, la mitad de las importaciones provenientes desde China son bienes de consumo, seguido de los bienes de capital que abarcan un 34% del total. Esto difiere sustancialmente de los productos importados desde México donde automóviles constituyen el segmento más importante (36%) y los bienes de consumo apenas acaparan un 10%. En el caso de la UE, el sector más relevante son los bienes de consumo (33%) mientras que, en el caso particular de Canadá, son materias primas del sector industrial (51%). En el caso de España, la mayor exposición relativa proviene de alimentos y de materias primas utilizadas en la industria, entre las que destacan los productos químicos (14,4% sobre las exportaciones totales).

Sin embargo, en términos generales, España muestra menor exposición directa a aranceles que el conjunto de la eurozona. Nuestras exportaciones a EE.UU. representan la mitad en términos de PIB, y toma especial relevancia la diferencia en la composición de los saldos comerciales. España exhibe superávit en el comercio de servicios, que son menos susceptibles de ser tarifados, mientras que la eurozona se enfrenta a un mayor riesgo debido a que exporta una mayor proporción de bienes en comparación con los que importa de EE.UU.

14. Saldos comerciales con EE.UU.: España menos expuesta que la eurozona

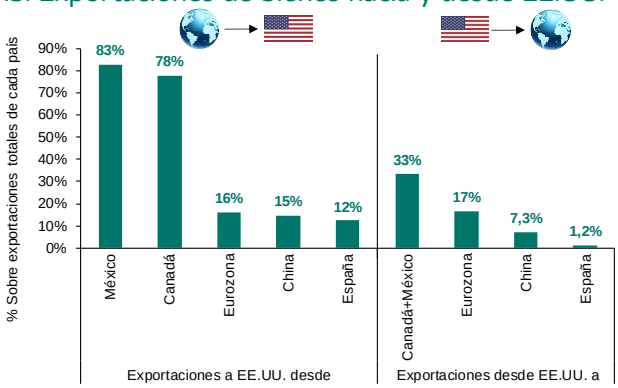


Fuente: Bde, Eurostat y Banca March.

Aunque EE.UU. sufriría menos, no es inmune ante una guerra comercial. Si se cumplen todas las amenazas de Trump y los países amenazados responden con represalias proteccionistas, el PIB de EE.UU. se vería mermado en un -1%.

Además de la manera de implementar los aranceles, resulta también relevante analizar los efectos de las posibles represalias por parte del resto de países. Aunque EE.UU. tiene una posición privilegiada dado que compra más de lo que exporta (ver gráfico 15), tan solo Canadá y México aglutinan el 33% de sus exportaciones totales, seguidos de la eurozona (17%) y China (7%). Dicho de otra manera, estas cuatro regiones acaparan el 57% del total de sus exportaciones, por lo que, aunque Trump lidere las negociaciones, también saldría perjudicado ante una guerra comercial.

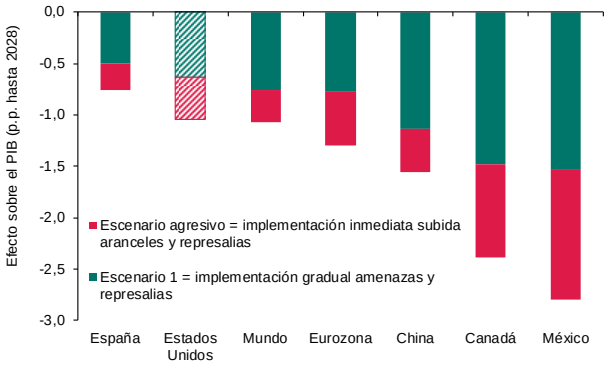
15. Exportaciones de bienes hacia y desde EE.UU.(*)



(*) Exportaciones de eurozona y España a EE.UU. excluyen el comercio entre los países de la unión monetaria.
Fuente: FMI y Banca March.

En términos del PIB, Canadá y México –los dos países más dependientes de EE.UU. en materia de exportaciones– son quienes sufrirían el mayor impacto sobre el crecimiento. Según nuestras estimaciones, y asumiendo que (a) la mayor economía global impone de manera escalonada a lo largo de 2026 y 2027 aranceles del 60% a China y del 10% a los demás socios comerciales y, (b) que los demás países toman represalias, el PIB de Canadá y México se reduciría en -1,5 p.p. entre 2025 y 2028. Por su parte, el del gigante norteamericano cedería -0,6 p.p. en el mismo periodo, mientras que el de la eurozona corregiría -0,8 p.p.

16. Reducción acumulada estimada del PIB



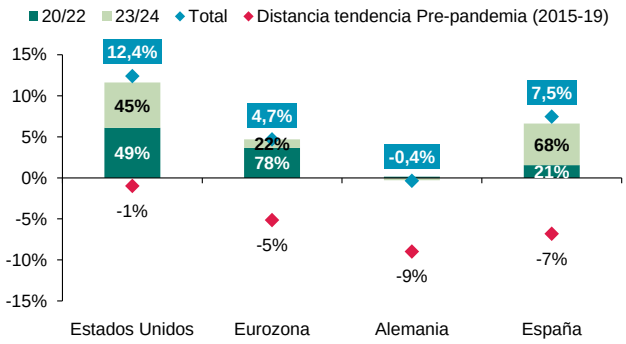
Fuente: O.E. y Banca March.

Si consideramos un escenario más agresivo en el que los aranceles se establecieran de manera repentina ya en 2025, las empresas contarían con poco tiempo para lograr adaptarse y el impacto sobre el crecimiento sería superior. En concreto, unos aranceles a China del 45% y al conjunto resto del mundo del 10% provocarían, a lo largo de cuatro años, que el PIB de México y Canadá se viera disminuido entre -2,5 y -3 p.p., el de la eurozona casi -1,5 p.p. y el de EE.UU. en -1 p.p.

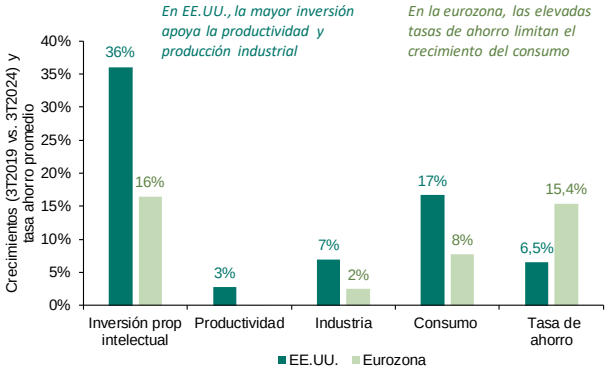
Eurozona: tocada, pero no hundida.

El horizonte de la eurozona sigue lleno de nubarrones y, en particular Alemania y Francia, sus dos grandes economías, a las que ahora se une la imprevisibilidad de la política comercial de Estados Unidos –su principal socio–. Desde el final de la pandemia, la reactivación de Europa ha quedado rezagada frente a otras potencias y muy en especial en comparación con la economía estadounidense (gráfico 17). A cierre de 2024, el PIB se sitúa solamente un 4,7% por encima de los niveles prepandemia, muy lejos del resultado conseguido por EE.UU. (+12,4%).

17. La zona euro continúa muy rezagada (crecimiento del PIB desde 2019)



18. Desafíos persistentes: menor inversión, baja productividad y elevado ahorro

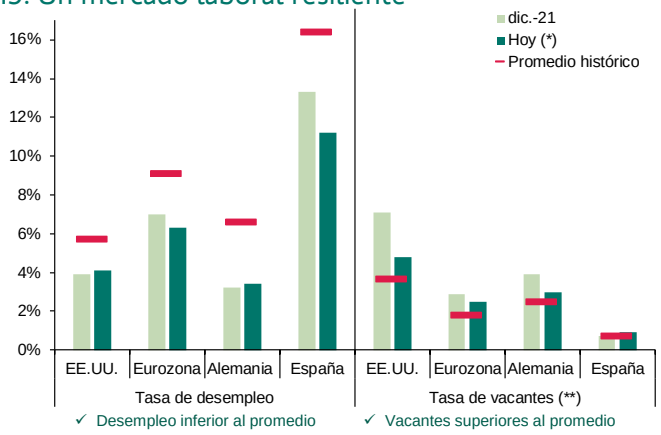


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Esta gran disparidad en la capacidad de crecimiento es sin duda un problema estructural y que difícilmente se revertirá en el corto plazo. Si analizamos los fundamentales, en el último lustro la inversión en propiedad intelectual se ha disparado un +36% al otro lado del Atlántico, mientras en la zona euro aumentó un +16%, sin duda un factor que ayuda a explicar la elevada diferencia del crecimiento de la productividad entre la economía estadounidense (+3% en promedio desde la pandemia) frente al estancamiento europeo.

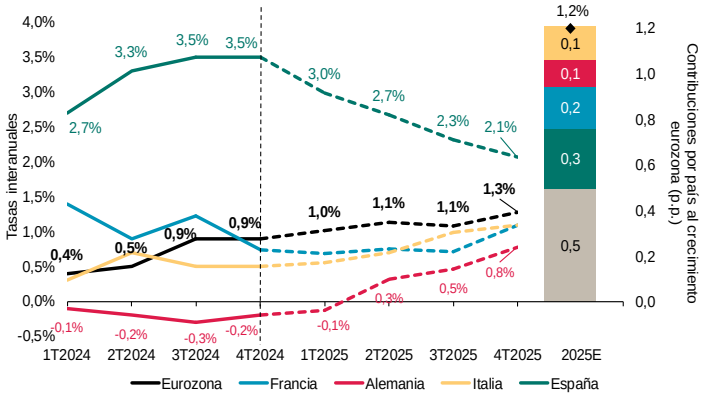
Por otro lado, como vemos en el gráfico 19, esta lenta reactivación no ha impedido una fuerte recuperación del empleo y que la tasa de paro alcance mínimos para la región (en diciembre se situó en 6,3%). Aunque los últimos datos apuntan a una moderación de la creación de empleo, las elevadas tasas de vacantes, que incluso en países que han atravesado una recesión como es el caso de Alemania, se mantienen por encima del promedio histórico, confirmando una cierta escasez de mano de obra y ratificando un escenario de resiliencia del empleo para los próximos 12 meses.

19. Un mercado laboral resiliente



(*) Para las tasas de vacantes en la eurozona, Alemania y España, periodicidad trimestral, último dato 3T2024.
(**) Tasa de vacantes: proporción de la demanda de trabajadores sin cubrir. Vacantes/(Ocupados + Vacantes).
Fuente: Bloomberg y Banca March.

20. Crecimiento esperado del PIB en la eurozona



Fuente: Eurostat, O.E., Bloomberg y Banca March.

Un mercado laboral sostenido y unas altas tasas de ahorro de los hogares son pilares que sustentarán el consumo de la región, a lo que se unirán nuevos descensos de los costes de financiación y una reactivación del crédito tras las rebajas de tipos del BCE. Estas palancas deberían permitir un aumento del consumo y con ello, nuestro escenario es de una reactivación lenta, pero un crecimiento que irá de menos a más a medida que avance el año. En 2025, el PIB de la región avanzará a ritmos del +1,2%.

Si hay una economía con capacidad para implementar estímulos y necesidad de reconversión esa es Alemania.

Este escenario de reactivación estará supeditado a la evolución de su gran locomotora: Alemania está llamada a las urnas el próximo 23 de febrero, en unos comicios marcados por la necesidad de reconversión de su economía. Los problemas estructurales son de sobra conocidos y no se resolverán en el corto plazo –su industria sigue absorbiendo el *shock* de la dependencia del gas ruso y la mayor competencia de China, en un contexto de pérdida de competitividad debido a una reducida inversión–.

Ahora bien, si existe una economía en el mundo con capacidad de adopción de estímulos fiscales esa es Alemania. De un lado, su endeudamiento público sigue muy contenido en niveles del 62% del PIB y su déficit es del 2,6%, ratios que le permitirían al nuevo Gobierno diseñar un paquete de estímulo sin poner en entredicho la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Sin embargo, el nuevo ejecutivo deberá decidir si se hace vía aprobación de fondos especiales o modificando la cláusula del freno de deuda en la constitución, pero para conseguir esto, deberá lograr el apoyo de 2/3 del Parlamento. Un difícil resultado con las actuales encuestas.

China: a la espera de los estímulos para evitar la "japonización".

Tras cumplir con los objetivos de crecimiento del +5% en 2024, la llegada de Trump a la Casa Blanca supondrá un nuevo obstáculo para la economía del gigante asiático. Mientras que la producción industrial ya ha logrado recuperar su sendero de crecimiento previo a la pandemia, el consumo aún no consigue despegar frente a una crisis inmobiliaria que ya lleva varios años. Consideramos que las medidas anunciadas hasta el momento resultan insuficientes y, en muchos casos, poco concretas, y que se requieren mayores estímulos que provengan principalmente desde el plano fiscal.

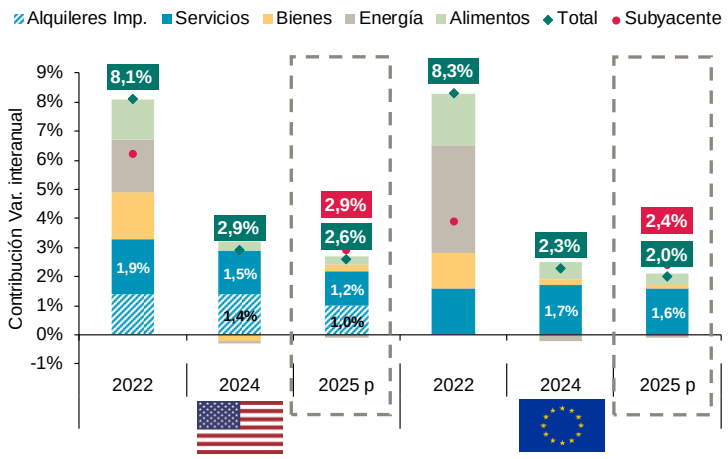
En la medida en que el Gobierno no logre recuperar la confianza del consumidor, se mantendrán presentes los temores de una posible "japonización". Esta amenaza deflacionista a la que se enfrenta China se ve claramente reflejada en los tipos soberanos: por primera vez en la historia, la rentabilidad exigida a los bonos largos chinos supera a la de su equivalente nipón. En concreto, la Tir de la referencia china a 30 años ha pasado desde el 3,2% a comienzos 2023 hasta el 1,9% actual. Mientras tanto, la de su comparable japonés se elevó desde el 1,6% al 2,2% en el mismo periodo.

Nos mantenemos atentos al impacto de las medidas arancelarias que Trump decida finalmente implementar, así como a los posibles nuevos estímulos por parte de las autoridades del gigante asiático.

La inflación continuará moderándose, pero con obstáculos.

El cierre de 2024 dejó señales alentadoras que nos permiten anticipar que la inflación seguirá en la senda correcta de normalización. En Estados Unidos, el IPC cerró el año pasado en +2,9% interanual pero lo relevante es que la tendencia de desinflación de fondo se mantuvo: los precios de los servicios fueron frenándose lentamente y en diciembre aumentaron un +4,4% interanual, su menor incremento desde 2022. En la zona euro, los datos caminan por una senda similar y el año pasado el promedio de la inflación terminó en +2,3%, con los precios de los servicios avanzando también a tasas del +4%.

21. Previsión inflación



Fuente: Bloomberg y Banca March.

A la vista de estas cifras, y tras haber alcanzado en 2022 su nivel más elevado desde los años 80, el proceso de desinflación se ha consolidado a nivel global y actualmente se sitúan en una zona de mayor "confort" para los bancos centrales.

De cara a 2025, la moderación de la inflación seguirá su curso, pero a un ritmo más lento. Un crecimiento de los salarios sostenido mantendrá vivas las presiones inflacionistas, principalmente en los precios de los servicios que mostrarán una mayor resistencia a la baja.

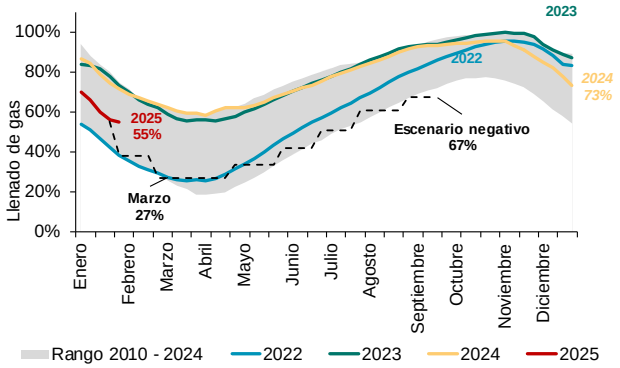
Esta tendencia será más visible en Estados Unidos donde anticipamos una inflación promedio del +2,6% con la tasa subyacente cerca del +3% (gráfico 21). Por su parte, en la zona euro, sí pensamos que el nivel objetivo de inflación del BCE del 2% se alcanzará a mediados del año y que la tasa subyacente también se frenará hasta el +2,4% desde el +2,8% promedio del año pasado.

Además, la energía dejará de ser un viento a favor en 2025. Aunque las reservas de gas lograrían atravesar el invierno sin inconvenientes, un efecto base menos favorable por el lado de los precios del gas ejercerá presión sobre la inflación.

En la vertiente inflacionista de la energía, tendremos efectos contrapuestos. Por un lado, la debilidad de la demanda de China y el aumento de producción de EE UU. favorecerán una contención del precio del petróleo, mientras que el gas natural seguirá tensionado en Europa por las restricciones de oferta, siendo este uno de los principales riesgos al alza para la inflación europea.

Un comienzo de año más frío que el de 2024 ha reducido las reservas de gas hasta niveles del 55%, muy por debajo del 72% observado el año pasado para esta misma época. De todas formas, las reservas no se agotarían y tocarían mínimos del 27% en marzo incluso si dibujamos un escenario pesimista –asumiendo un recorte total de las importaciones provenientes de Rusia y un incremento de la demanda del +15%, lo que implicaría un consumo un 7% superior en comparación al del invierno 2020-2021–. A partir de allí, iniciarían su recuperación hasta superar el 67% alrededor de finales de septiembre, unos niveles todavía manejables.

22. Reservas de gas en Europa



Fuente: Bloomberg, ENTSOG y Banca March.

De todas formas, y por más que consideramos que se podrán evitar los peores escenarios, en los próximos meses desaparecerá el efecto base favorable del gas en la inflación. En concreto, los precios del gas europeo tocaron mínimos de 22,8 €/MWh en febrero de 2024, –el promedio del primer trimestre del año pasado fue de 27,6 €/MWh–, muy por debajo de los 53,1 €/MWh actuales.

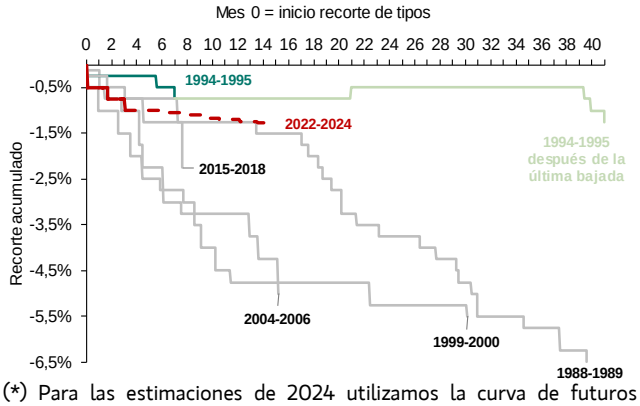
BANCOS CENTRALES

Se agudizará la discrepancia de velocidades entre el BCE y la Fed, que irá más lenta ante una economía más fuerte y la llegada de Trump. Estimamos dos recortes para este año para el caso de la Fed y tres adicionales para el BCE.

Frente a la amenaza de nuevas tarifas por parte de la administración Trump y su potencial impacto en los precios, consideramos que la Fed hará una pausa durante los próximos encuentros y que la primera bajada vendrá a mediados de año. En la medida en que la economía aguante de la mano del consumo y el empleo se mantenga resiliente, según nuestras propias estimaciones y usando la regla de Taylor, es muy improbable que los tipos oficiales lleguen a situarse por debajo del rango 3,75% - 4%.

A diferencia de lo que suele ocurrir cuando la Fed recorta tipos con agresividad para compensar una contracción brusca de la actividad, esta vez se mantendrán las tasas en territorio restrictivo durante los próximos meses. Una situación que se asemeja a lo ocurrido durante el aterrizaje suave de 1994-1995 en la cual, la entidad presidida en aquél entonces por Alan Greenspan mantuvo el precio del dinero estable durante ocho reuniones consecutivas tras recortar los tipos en -75 p.b.

23. Fed: episodios de recortes de tipos oficiales(*)



(*) Para las estimaciones de 2024 utilizamos la curva de futuros asumiendo que el ciclo de bajadas finaliza en diciembre de 2025.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En el caso de la eurozona, prevemos tres bajadas adicionales para el año en curso, lo que llevaría a los tipos reales al terreno negativo en la última parte del año. Los recortes serán más intensos debido al menor crecimiento de la zona euro y al hecho de que la inflación de la región viaja a ritmos cercanos al objetivo del +2%. A modo de ejemplo, dos de las cuatro grandes economías –Italia y Francia– registraron variaciones de precios por debajo del +2% en el último mes.

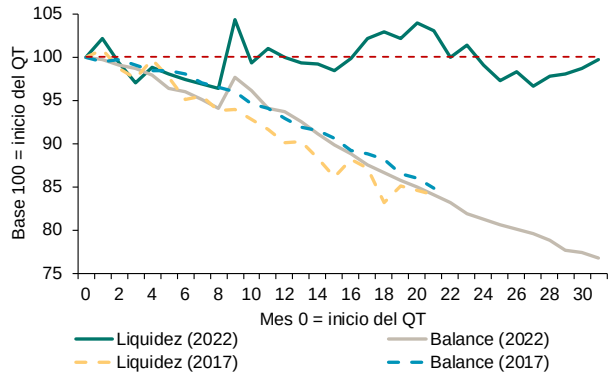
Aunque a diferentes velocidades, ambas autoridades monetarias han recortado el precio del dinero en -75 p.b. No obstante, las reuniones de finales de enero iniciaron una nueva etapa donde cada entidad tomará un camino diferente. Esto tendrá una gran importancia para el resto de los activos, principalmente para la zona euro donde los inversores deberán lidiar con unos tipos oficiales reales negativos.

Pese a la continua reducción de balances, la liquidez no se ha visto fuertemente afectada en Estados Unidos.

Uno de los motivos que explica el buen comportamiento de la economía estadounidense tras la fuerte disminución del balance de la Reserva Federal, reside en la evolución de la liquidez del sistema. En concreto, en los 31 meses que llevamos desde que se inició el proceso de reducción en junio de 2022, la entidad presidida por Powell se ha desprendido de activos por el equivalente a -12 p.p. en términos relativos al PIB (muy por encima de los -5,1 p.p. correspondientes al *Quantitative Tightening* (QT) de 2017), sin que la cantidad de dinero disponible en la economía se vea prácticamente afectada.

Definimos este concepto como la diferencia entre los activos totales frente a las operaciones de repo inversa –mecanismo con el que la Fed retira temporalmente dinero del mercado–, y a la Cuenta General del Tesoro –dinero mantenido por el Tesoro en la Reserva Federal–.

24. Fed: evolución de la liquidez y los activos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Tal y como muestra el gráfico, la liquidez continúa sin sufrir cambios relevantes a pesar de la importante reducción de balance que ha emprendido la Fed, todo ello mientras los activos sí se han visto reducidos en un -23% aproximadamente. Una situación que difiere considerablemente de lo ocurrido en 2017, cuando tanto el balance como la liquidez del sistema caían a velocidades similares –alrededor de un -15%–.

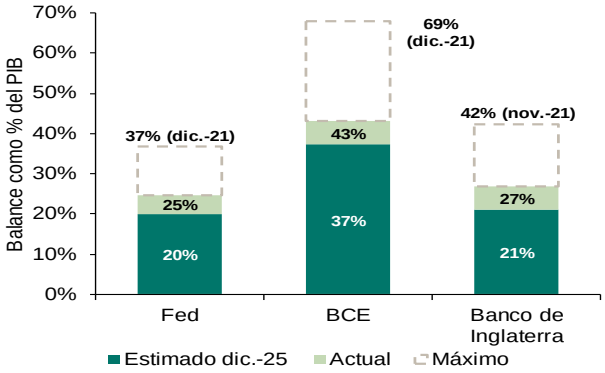
Los balances volverán a finales de 2025 a niveles pre-Covid en términos relativos al PIB si se mantiene el ritmo actual.

En el caso de la Fed, si se mantiene el límite mensual de 60.000 M$ fijado en abril de 2024 –un 37% por debajo del tope anterior–, estimamos que se alcanzará un balance en torno al 20% del PIB en los últimos meses del año.

Por el lado del BCE, la principal novedad es que este año se dejarán de renovar los vencimientos asociados al programa de compras de activos pandémicos –PEPP por sus siglas en inglés– que representa un 25% de los activos totales.

Según nuestras estimaciones, estos vencimientos permitirían disminuir el balance en -1,9 p.p. en términos del PIB. Asimismo, desde julio de 2023 no se renuevan los vencimientos del programa de compra de activos –APP por sus siglas en inglés–, lo que implicará una caída de -2,9 p.p. adicionales. Con todo esto, el total de activos cederá hasta niveles del 37% del PIB, ligeramente por debajo de lo observado en enero de 2020.

25. Balances bancos centrales en % del PIB



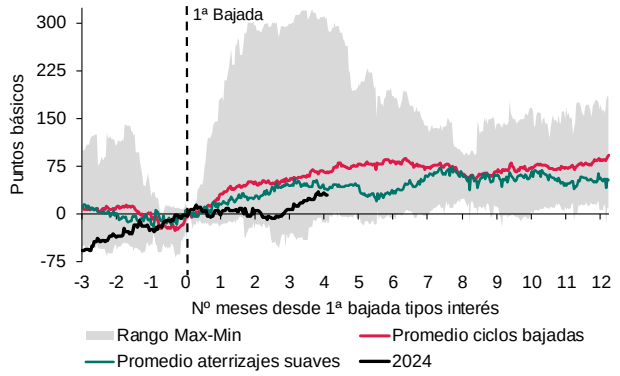
Fuente: BCE, Bloomberg, Fed y Banca March.

En conclusión, seguimos pensando que los tipos oficiales no deben ser analizados de manera aislada y que el nivel de relajación de la política monetaria dependerá también del ritmo de reducción de balances.

RENTA FIJA

Un inicio de año con los plazos largos tensionados ante la reaparición de la prima de plazo.

26. Evolución curva 10 – 2 años tras la primera bajada de tipos oficiales



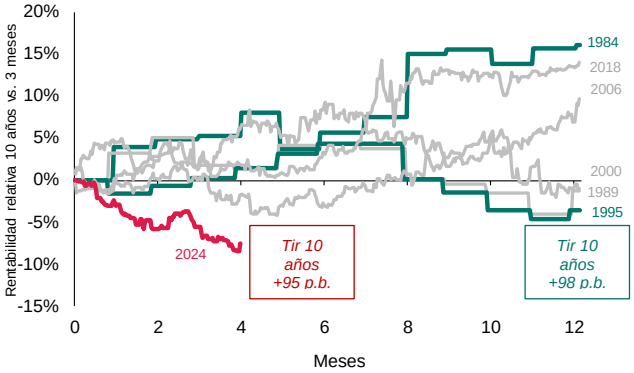
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El inicio del año ha estado marcado por una intensa presión vendedora en la parte larga de las curvas soberanas. Sin embargo, las razones detrás de estos movimientos varían según la región. En Estados Unidos, el repunte vino explicado por la fortaleza del ciclo y una Fed menos agresiva en sus bajadas. Por otro lado, en Reino Unido, el retorno de los *bond vigilantes*, preocupados por la capacidad fiscal del Gobierno ha sido el principal catalizador del incremento en los tipos a 10 años.

Como ya indicábamos en noviembre, el aumento de la prima de plazo es un proceso habitual en la fase de reducción de tipos oficiales. Su intensidad varía en función de cada ciclo, pero en un aterrizaje suave la referencia suele aumentar un promedio de +50 p.b. desde el primer recorte de tipos. Con los movimientos experimentados en las últimas semanas estaríamos cerca de alcanzar ese promedio, aunque a mitades de enero, un dato de inflación de diciembre más benigno ha frenado las ventas en la parte larga.

Consideramos que este año la agilidad y la tacticidad en el posicionamiento dentro de la curva serán importantes, pues en un entorno más volátil debido a la incertidumbre arancelaria y la política exterior estadounidense servirá de excusa para sobrerreacciones del mercado, como la que vivimos a principios de enero. En esta ocasión, la diferencia de rentabilidad entre el bono a 10 años y la letra a tres meses alcanzó el punto más bajo en todos los ciclos de bajadas desde 1984, superando el del aterrizaje suave de 1995.

27. Rentabilidad relativa bono 10 años vs. 3 meses tras la primera bajada de tipos oficiales



Fuente: Bloomberg y Banca March.

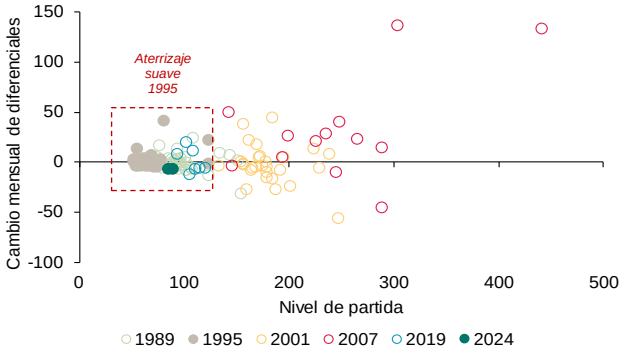
Bajo nuestro punto de vista, la inflación no se incrementará sustancialmente en los próximos trimestres, por lo que mantenemos que la Fed continuará su proceso de bajadas en 2025. Actualmente, las expectativas implícitas de inflación en los bonos soberanos y en los *swaps* rondan el +2,5% –igual que el promedio realizado en los últimos 10 años–. Considerando que esta relación histórica se mantuviera, los bonos a 10 años deberían ofrecer una rentabilidad a vencimiento alrededor del +4,3%.

Por otro lado, el último arreón en los tipos aumenta la asimetría en los retornos de la duración. Por ejemplo, mirando a 12 meses, un bono soberano a 10 años estadounidense nos puede ofrecer una rentabilidad del +4,6% solamente por el efecto cupón más la convergencia de precio, lo que ya es superior a lo que puede ofrecer un bono a 1 año, que tiene una Tir 40 p.b. por debajo. A esta capa, le añadimos el efecto en el precio que dependerá del nivel de tipos a 10 años dentro de 12 meses. En

nuestro caso, pensamos que se situarán por debajo de los actuales, por lo que además del cupón esperamos ver un efecto positivo en el precio que elevaría las rentabilidades hasta el +10% si los tipos a 10 años volviesen a niveles del 4%. Sin embargo, en caso de equivocarnos y que los tipos se fuesen al otro extremo, por ejemplo, al 5%, la rentabilidad seguiría siendo positiva a 12 meses, aunque más modesta (+1,7%). Como se aprecia, difícilmente alcanzaríamos un escenario de pérdida de capital y, al mismo tiempo, contamos con un amplio recorrido a medida que haya más visibilidad sobre la moderación de la inflación a lo largo de 2025 y los tipos oficiales continúen su proceso de reducción.

El aterrizaje suave de la economía mantendrá los diferenciales de crédito en niveles contenidos, lo que permitirá al *investment grade* ofrecer rentabilidades por encima de los bonos soberanos. Mantenemos nuestra preferencia por el crédito europeo, con el *high yield* y la deuda híbrida como palancas extras de rentabilidad.

28. Diferenciales y cambios mensuales 12 meses después de la primera bajada



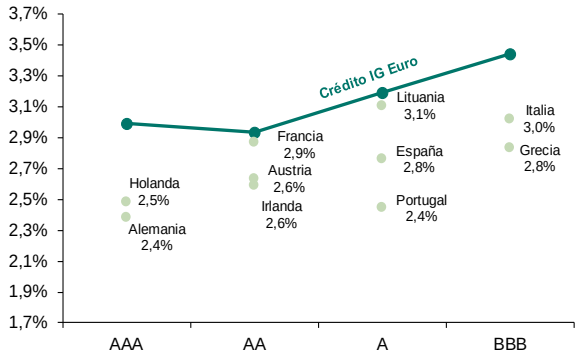
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Los diferenciales del crédito IG terminaron el año 2024 muy cerca de los mínimos del ciclo en Estados Unidos y rozando la barrera de los 100 p.b. en la zona euro. Esto ha permitido que, en el 2024, tanto el crédito estadounidense (+4,2%) como el europeo (+4,5%) sean capaces de batir a los comparables soberanos de igual o mayor duración (+2,3% y +2,5% respectivamente en el tramo de 3-5 años) y al mercado monetario europeo (+3,5%). En el arranque del año los diferenciales permanecen estables, a pesar de la elevada volatilidad en la deuda soberana.

Si bien es cierto que los actuales *spreads* de crédito son bajos en términos históricos, especialmente en Estados Unidos, no esperamos grandes ampliaciones en un entorno de crecimiento económico cercano a la media y con las condiciones financieras mejorando. Si miramos al 1995, el paradigma de los aterrizajes suaves, los diferenciales se movieron levemente –en el peor mes se ensancharon +45 p.b., orbitando la mayor parte del tiempo alrededor de los 100 p.b.–.

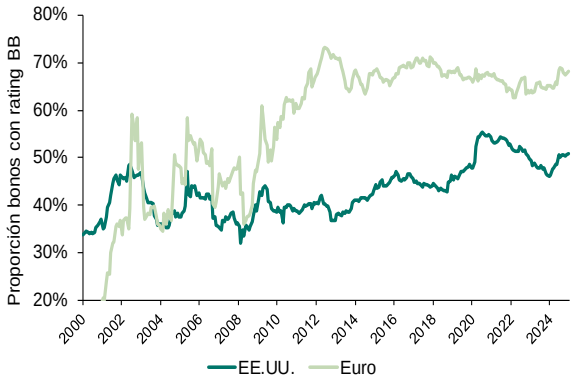
Por ello, continuamos prefiriendo el crédito de alta calidad, especialmente el europeo ante sus mayores diferenciales frente al americano (95 p.b. vs. 78 p.b.). Además, ordenando por calificación crediticia, la deuda corporativa europea sigue ofreciendo más rentabilidad que los soberanos europeos de la misma calidad. Una diferencia especialmente marcada en los tramos AAA y BBB.

29. Tir ajustada por duración según calificación crediticia



Fuente: Bloomberg y Banca March.

30. Porcentaje de deuda con calificación crediticia BB dentro de los índices de *high yield*



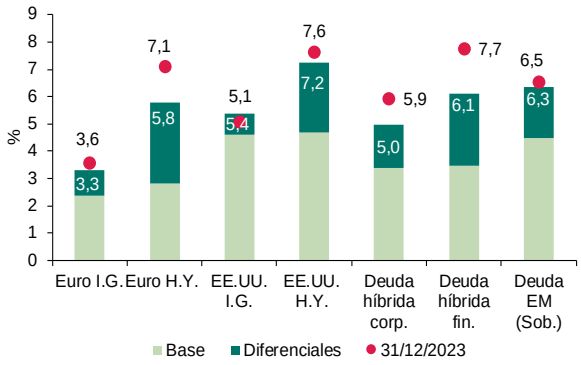
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En *high yield* nos mantenemos neutrales, tras un año de rentabilidades elevadas, +8,2% tanto en EE.UU. como en Europa –el segmento de mayor retorno dentro de la renta fija–. Aunque el alza en los precios deja unos diferenciales de partida más estrechos, las Tires actuales siguen siendo atractivas y se sitúan en el rango alto de los últimos 4 años. Además, salvando el caso europeo, las rentabilidades exigidas no distan mucho del punto de partida de hace un año.

En cuanto a las valoraciones exigentes, se justifican ante la mayor calidad de la deuda existente. Por ejemplo, en Europa, más de dos tercios del índice tiene una calificación crediticia de BB, la máxima dentro del espectro de deuda de alto rendimiento.

En conclusión, seguimos pensando que hay valor en los segmentos de deuda corporativa de peor calidad, que posiblemente presentarán algo más de volatilidad en 2025 con respecto al año pasado debido a la incertidumbre arancelaria, pero siguen contando con margen para ofrecer rentabilidades diferenciales frente a los bonos soberanos de la misma duración. Regionalmente, mantenemos nuestro sesgo europeo en cuanto al *high yield*. Igualmente, nos parecen interesantes las rentabilidades extra que ofrece la deuda híbrida corporativa o financiera, que cuenta con una mejor calificación promedio que el HY (más cercana al BBB).

31. Tir por espectros de crédito



Fuente: Bloomberg y Banca March.

RENTA VARIABLE

La bolsa avanza, en un ciclo bursátil que se extenderá.

32. 2024 fue un ejercicio favorable para la bolsa

YTD	Global	S&P 500	Europa	Emergentes	China
Tecnología	30,8%	35,7%	11,6%	18,6%	38,8%
Telecom.	30,2%	38,9%	11,1%	14,1%	25,7%
Financieros	21,2%	28,4%	19,9%	6,8%	37,3%
Cons. Dis	19,1%	29,1%	1,2%	10,1%	10,5%
Índice	**15,7%**	**23,3%**	**5,8%**	**5,1%**	**15,7%**
Industriales	10,8%	15,6%	12,9%	-1,1%	21,1%
Utilities	8,8%	19,6%	-2,6%	0,4%	15,1%
Cons. Def	1,9%	12,0%	-5,0%	-13,0%	-9,5%
Salud	-0,2%	0,9%	2,5%	-1,9%	-20,8%
Energía	-1,4%	2,3%	-9,1%	-9,1%	13,8%
Materiales	-10,0%	-1,8%	-4,8%	-21,4%	7,7%

Fuente: Bloomberg y Banca March.

El año 2024 cerró con ganancias para la renta variable, por segundo año consecutivo y con especial brillo en Estados Unidos (S&P 500 +23%; Nasdaq +33%) frente a los avances más moderados en Europa (Stoxx 600 +8,9%) y la bolsa emergente (+5%). Sectorialmente destaca la espectacular escalada experimentada por la tecnología (+30,8% a nivel global), los servicios de comunicaciones (+30,2%) y financieros (+21,2%) frente a salud (-0,2%), energía (-1,4%) y materiales (-10%).

Los avances bursátiles se dieron en un contexto de extraordinaria concentración –las 7 Magníficas aportaron el 55% del retorno total del S&P 500– con ausencia de las habituales correcciones técnicas y en un ciclo bursátil alcista todavía joven en términos históricos –2,2 años el ciclo actual vs. 5 años de mediana–.

DeepSeek irrumpe en la inteligencia artificial.

Las novedades anunciadas por esta *startup* china de inteligencia artificial, hace apenas unos días, han provocado nerviosismo en los mercados al presentar un modelo de IA avanzado (R1) que compite con soluciones norteamericanas como ChatGPT, ofreciendo un rendimiento similar con un coste operativo y de entrenamiento sustancialmente más bajo. Aunque es cierto que es una tecnología de código abierto y accesible a todo el mundo, existen dudas en torno a si el coste real de su desarrollo es realmente tan reducido como los 6 millones de dólares anunciados, la supuesta ausencia de chips de alta gama utilizados, el origen de los datos y si ha podido o no apalancarse en los de otras compañías.

De confirmarse la veracidad de las noticias nos encontraríamos ante una "disrupción" dentro de la "disrupción" con menor necesidad de semiconductores de alta capacidad. También con inferiores requisitos en cuanto a la capacidad de procesamiento, requerimientos energéticos y necesidad de nuevos centros de datos. En cualquier caso, las noticias todavía son muy confusas y no existen garantías de que todo lo anunciado sea cierto. Por ejemplo, la manera de medir los costes no es uniforme dado que se pueden omitir pasos como la "depuración de datos" con los que se entrena el algoritmo.

De confirmarse el nuevo paradigma, Nvidia podría ser uno de los principales perjudicados, al ser la compañía que cuenta con los chips que ofrecen la mayor capacidad de procesamiento y, por tanto, cuenta con los márgenes más elevados de la industria (50% en promedio). El potencial problema de Nvidia no está en su valoración, con múltiplos de 27 veces en línea con sus principales competidores, sino en la sostenibilidad en su crecimiento. La aplicación china podría provocar que la ventaja del poder computacional no sea tan relevante, reduciendo la necesidad de invertir tanto dinero en las GPU de última gama. No obstante, se abre una vía alternativa a través de la conocida como paradoja de Jevons, en la que el abaratamiento de la implementación de una tecnología incrementa su uso, por lo que el crecimiento en ventas podría incluso verse alimentado tras DeepSeek.

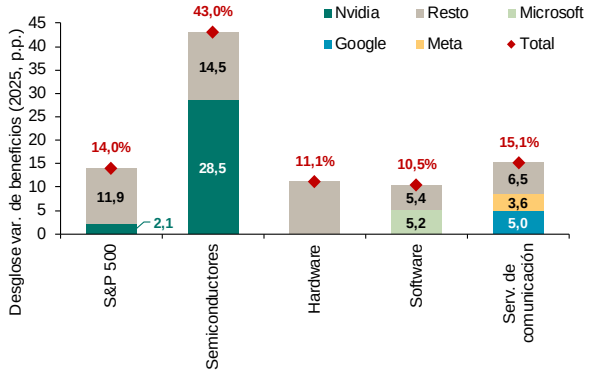
De todas formas, la irrupción de un nuevo competidor puede ser malo para unos pocos (Nvidia, OpenAI, Alphabet o Meta), pero creemos que será algo bueno para la productividad y la economía en general.

¿Hasta qué punto una potencial caída del precio de las acciones de Nvidia supondría un peligro sistémico? Nvidia es la segunda compañía con mayor peso en el MSCI World y por sí sola responsable del 13% de toda la subida del S&P desde mínimos vistos en octubre-22. En términos de beneficios 25 (e), Nvidia aportará un 15% de todo el crecimiento del índice. Cifras relevantes que lógicamente generan

incertidumbre, a la espera de poder contrastar todas las informaciones. Al margen de esto creemos que hay segmentos en la tecnología, como la ciberseguridad o el software, que seguirán teniendo un buen comportamiento, al estar más aislados de la nueva disrupción.

33. Nvidia explica un 66% del crecimiento en los beneficios de los semiconductores

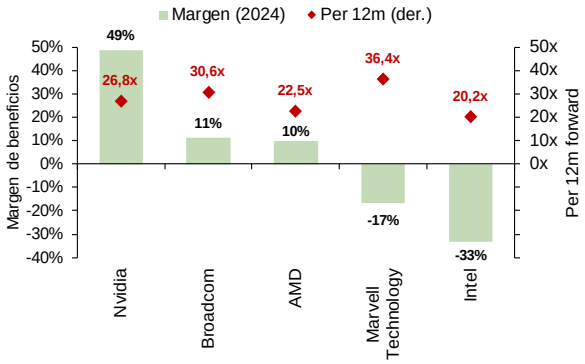
S&P 500: desglose variación de beneficios 2025 por sectores



Fuente: Refinitiv y Banca March.

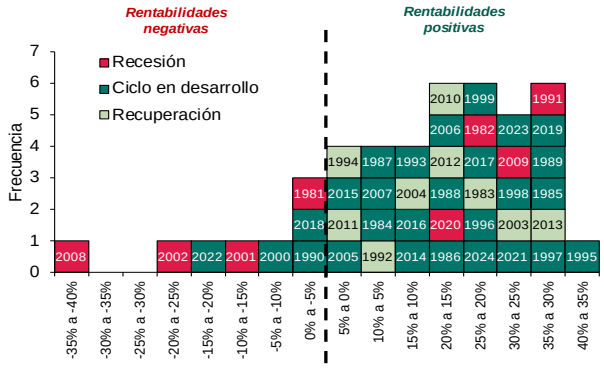
34. La valoración no es tan elevada considerando los márgenes de beneficio

Margen de beneficios vs. Per 12 (e)



Constructivos ante la resiliencia del ciclo económico.

35. S&P 500 retorno por año y fase de ciclo (*)



(*) Recesión y recuperación son fases de nuestro modelo de ciclo, las otras dos (expanasión y desaceleración) se conjuntan en ciclo en desarrollo.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

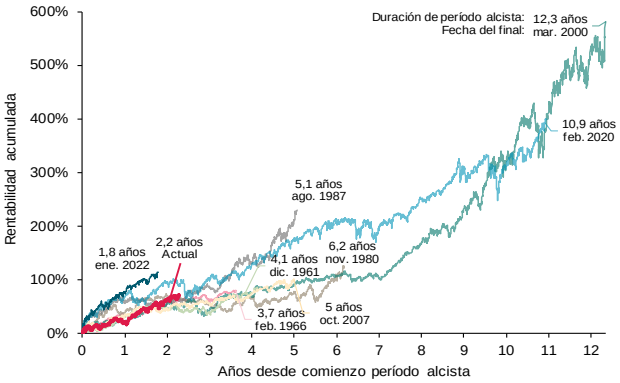
El crecimiento tibio, pero suficiente de la economía global apoyará el aumento de los beneficios, que es la base para que las bolsas continúen subiendo.

Cuando los tipos de interés bajan y la economía aterriza suavemente, las bolsas tienden a subir. En términos promedio el S&P 500 suma un +17% en los 12 meses posteriores a la primera bajada de tipos y, por el momento, transcurridos 4 meses desde septiembre, el mercado apenas acumula un +7%.

Un ciclo bursátil joven que apenas lleva vigente dos años frente a la duración promedio que se extiende a 5 años.

Tras el mínimo alcanzado en octubre de 2022, el mercado alcista lleva extendiéndose 2 años y 3 meses, con una subida que va en línea al promedio histórico (+70%). Estas referencias, muestran cómo la actual trayectoria de la renta variable no es tan explosiva ni duradera como lo ha sido en términos promedio y deben ser contemplados dentro de un contexto en el que hay que tener en cuenta que los años positivos superan ampliamente a los negativos (80% de las veces desde 1981).

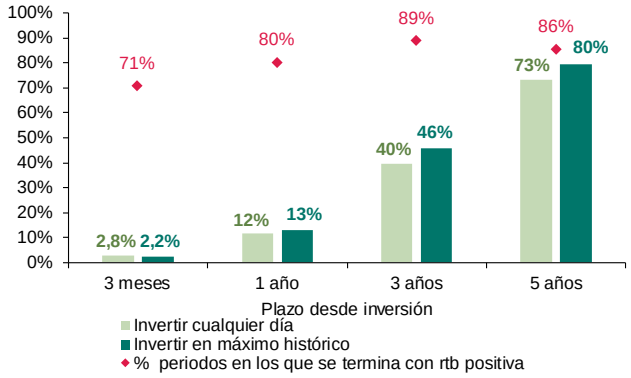
36. Rentabilidad y duración de los ciclos bursátiles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Históricamente, comprar en máximos no ha sido una mala estrategia.

37. S&P 500: retornos de invertir en máximos históricos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

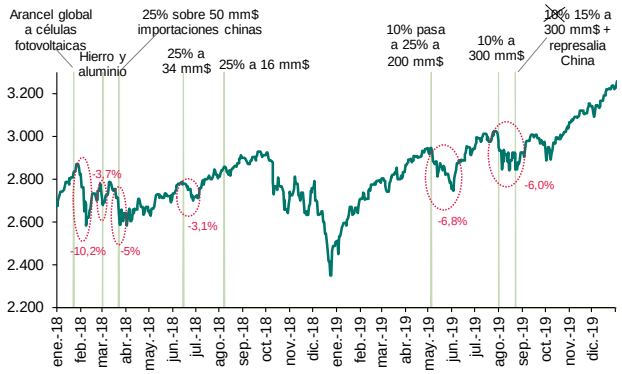
Aunque las fuertes revalorizaciones acumuladas del S&P 500 a lo largo de los dos últimos ejercicios generan vértigo (+20,3% en 2023 y +31,8% en 2024) seguimos sosteniendo que hay que permanecer invertidos en renta variable,

Tal y como muestra el gráfico, con datos desde 1972, se puede comprobar que la estrategia de comprar cuando el mercado se encuentra en máximos históricos es más rentable a medio plazo que la de invertir en cualquier otro día promedio por más contraintuitivo que pueda parecer. Esta estrategia que se beneficia de la inercia ganadora de los índices (*momentum*) aporta hasta 6 p.p. más de rentabilidad en plazos de 3 años. Estos datos ciertamente invitan a la acción, a mirar al medio plazo, y a evitar posiciones de excesiva liquidez.

Lecciones de los aranceles del Trump 1.0: *America first* y volatilidad igual a oportunidad.

A pesar de esta estrategia empírica y partiendo de niveles de exposición neutral en las carteras, debemos estar preparados para un escenario más volátil tras la paz de los últimos meses, ya que 2024 ha sido un ejercicio excepcionalmente atípico por la linealidad de las subidas. En concreto, el tercer periodo más largo en 20 años en el que el S&P 500 no sufría una caída diaria superior al -2%. Una racha que finalizaba en julio tras un periodo de más de año y medio (356 sesiones consecutivas).

38. S&P 500 y anuncios de aranceles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

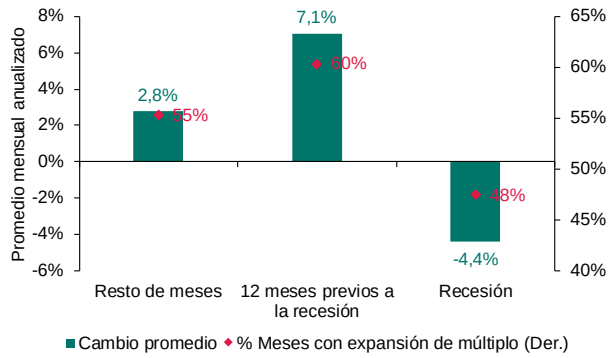
Desde nuestro punto de vista, una política comercial norteamericana más dura e intransigente, junto a unas valoraciones exigentes a nivel de índice y a la reciente irrupción de China en la carrera por el dominio de la IA, generarán una mayor volatilidad en las bolsas y oportunidades para incrementar el riesgo ante un ciclo económico que resiste.

Esperamos una revalorización del +9,2% para la bolsa global impulsada por los beneficios.

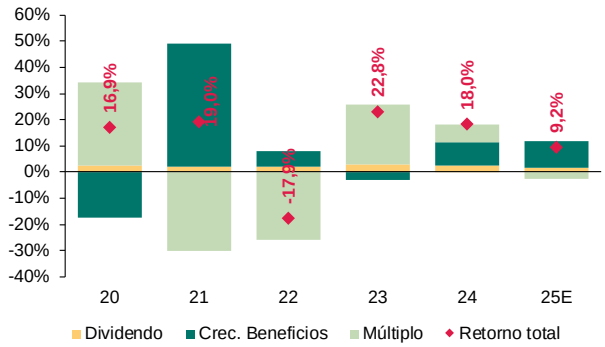
El potencial de la bolsa para 2025 se asienta en la mejora de los resultados empresariales que consideramos permitirá impulsar al MSCI World en un 9,2% a lo largo de 2025. En concreto esperamos que la mejora de beneficios alcance el +10% (algo menos que el +12% que asume el consenso), gracias a una economía que sigue ofreciendo un incremento nominal global de PIB por encima del +5% y unas perspectivas de beneficios sectoriales más repartidas (todos los sectores crecerán en 2025).

Por otro lado, optamos por ser también conservadores en cuanto al múltiplo, pues asumimos una ligerísima contracción de cara al ejercicio, a pesar de que las contracciones de múltiplo suelen ser más habituales en recesión. Nos mantenemos cautos principalmente por unas valoraciones que se sitúan en 18x beneficios, un 13% por encima del promedio histórico.

39. Múltiplo según escenario de ciclo(*)



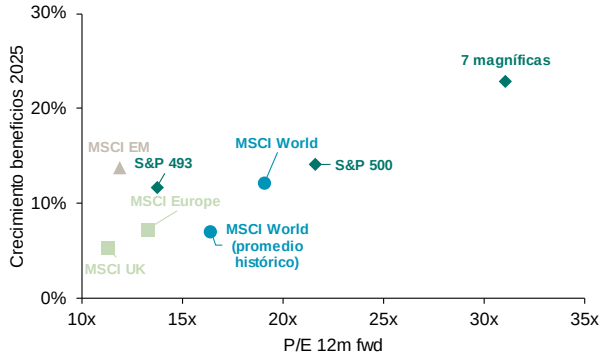
40. MSCI World: desglose de rentabilidad



(*) Recesión marcada por la NBER.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Nuestra preferencia regional sigue estando en Estados Unidos. Negocios de mayor calidad, un peso más relevante de la tecnología, un crecimiento más repartido y un mejor comportamiento relativo frente a las amenazas arancelarias de Trump.

41. Per 12 (e) vs. crecimiento de beneficios 2025



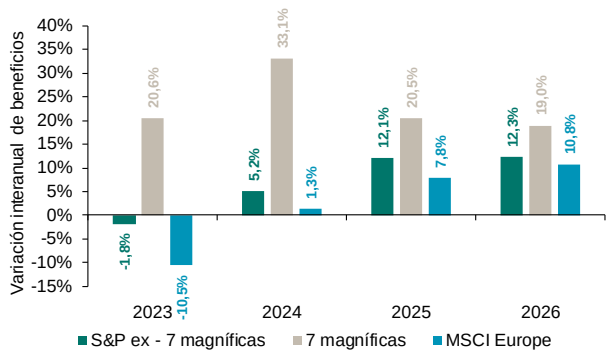
Fuente: Refinitiv y Banca March.

A nivel regional nos seguimos decantando por Estados Unidos. Un país cuyas cotizadas siguen imponiéndose a otras regiones en cuanto a la calidad de sus empresas y al crecimiento esperado de sus beneficios. El S&P 500 es capaz de transformar 9 dólares de caja libre por cada 100 dólares de ventas frente a los 8 de Europa o los 7 de emergentes. Asimismo, las empresas norteamericanas crecerán más que las europeas y con unas valoraciones similares al ajustar el efecto de las 7 magníficas.

Si nos adentramos más en las dinámicas de los beneficios, vemos que una buena parte del crecimiento esperado para 2025 (34%) sigue explicándose por la evolución de las 7 magníficas. Sin embargo, los resultados de las 493 empresas restantes se acelerarán a niveles del +12,4%, 2,1 veces más que lo visto en 2024. Igualmente, el peso de la tecnología, el sector que más nos gusta y de mayor crecimiento esperado, es muy relevante (32% para el S&P 500 y 18% para el S&P 493) frente a otros mercados desarrollados como en Europa (8%) o Japón (14%).

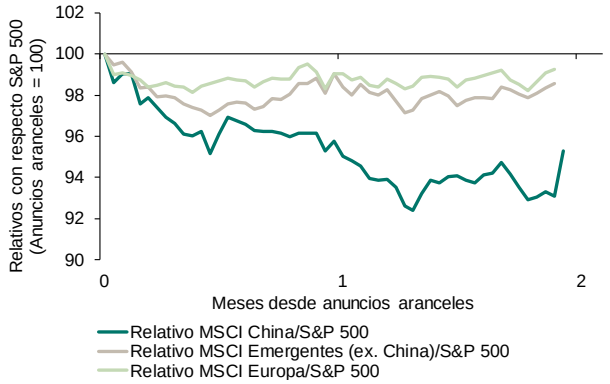
Finalmente, en un escenario en el que el comercio internacional volverá a verse agitado por Estados Unidos, la elevada exposición domestica de las compañías americanas (casi tres cuartos de las ventas) ofrece un refugio en medio de la volatilidad posterior a los anuncios. Así se demostró en el anterior mandato Trump, en el que la renta variable americana salía mejor parada que el resto de los índices internacionales.

42. Evolución de los beneficios por índice



Fuente: Refinitiv y Banca March.

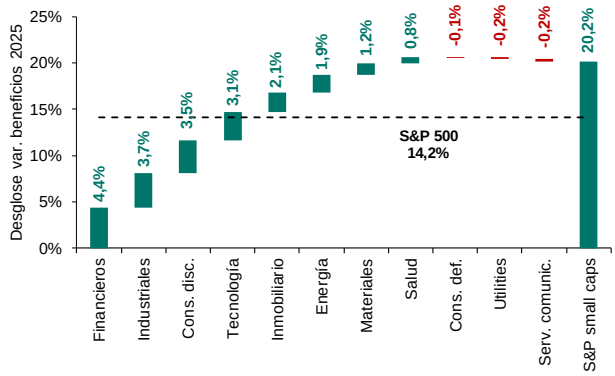
43. Índices internacionales vs. S&P 500 tras anuncios de aranceles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Acentuamos el sesgo domestico en Estados Unidos con la preferencia por medianas y pequeñas empresas americanas, que crecerán más que las grandes en 2025, viéndose favorecidas por la reducción en los costes de financiación y el aumento de la actividad corporativa.

44. S&P Small Caps: contribución sectorial al crecimiento de beneficios



Fuente: Refinitiv y Banca March.

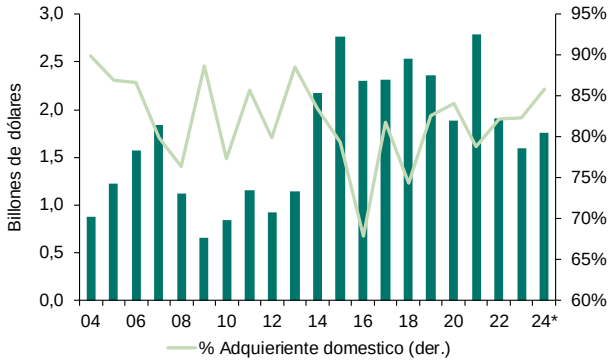
Además de las grandes compañías americanas, nos parece fundamental añadir una capa con aún más exposición a la economía americana a través de las medianas y pequeñas compañías estadounidenses.

Consideramos que los negocios domésticos se verán favorecidos por la nueva administración, sirviendo de apoyo a un crecimiento de beneficios que por sí mismo ya es más elevado que el de las grandes empresas (+20% vs. +14%), con sectores especialmente destacados como financieros e industriales, apoyados por el aumento de la pendiente de la curva de tipos y la reducción de la carga financiera respectivamente.

Sobre el último punto, cabe destacar que el mundo corporativo de este segmento presenta un apalancamiento mayor que el de las grandes empresas (4,6 veces de deuda neta sobre EBITDA vs. 1,5 veces en el S&P 500), siendo este uno de los grandes lastres para estas compañías en los últimos años. Con la llegada de las bajadas, la reducción de la carga financiera les permitirá incrementar los márgenes netos, mejorando su capacidad de aumentar los beneficios. Además, la transmisión será más rápida que en las grandes empresas, pues más de la mitad de la deuda que poseen este tipo de compañías es a tipo variable frente al 24% de las empresas de mayor tamaño.

Otro factor interesante será la reactivación en la actividad corporativa, también derivada de la normalización en los costes financieros. Esperamos que las nuevas operaciones presionen al alza los múltiplos y hagan florecer el valor de este tipo de compañías. Además, gran parte de las fusiones y adquisiciones en las que hay una empresa americana como objetivo, las realizan compañías del mismo país, por lo que no habría obstáculos por parte de la administración Trump.

45. EE.UU.: volúmenes de M&A con empresa objetivo-doméstica

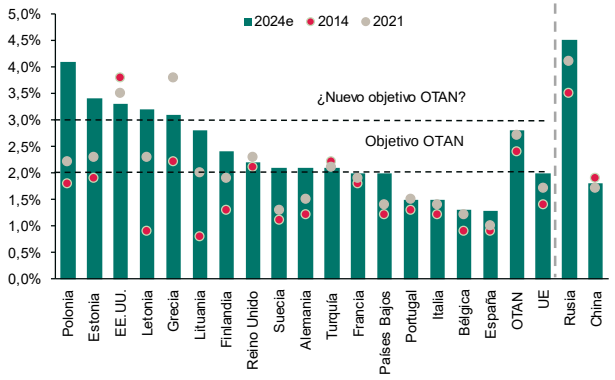


Fuente: Refinitiv y Banca March.

El retorno de Trump implicará un mayor gasto en defensa.

46. La amenaza rusa impulsa el gasto en defensa

Gasto en defensa (%PIB)



Fuente: OTAN y Banca March.

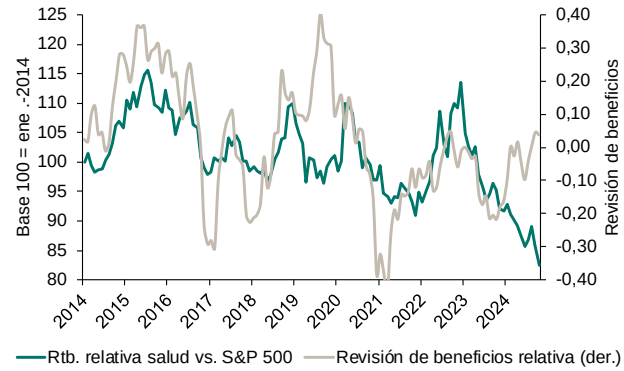
El gasto militar ha seguido incrementándose, y 23 países cumplen ya con el objetivo de la OTAN –vs. sólo 6 en 2021–. El regreso de Trump a la Casa Blanca sin duda supondrá un aumento del objetivo de gasto. Hace apenas una semana invitaba a los miembros de la OTAN para que lo elevaran incluso al 5% del PIB lo que sin duda presionará a Europa. La posible vuelta a una guerra fría encubierta pone de manifiesto el bajo I+D asociado a defensa en Europa –sólo 4,5% del total vs. 16% en EE.UU.–, con amplio margen de incremento del gasto en actividades de ciberseguridad, así como el escaso nivel de equipamiento.

En este sentido, y frente a los niveles existentes a finales de 1992 –fin de la guerra fría–, en el conjunto de aliados europeos existe un 77% menos de tanques de combate, un 60% menos de aviones de combate o un 50% menos de submarinos.

Sector salud: potencial de crecimiento aún no reflejado en sus cotizaciones.

47. Crecimiento diferencial y buenas valoraciones

Per 12 (e) y crecimiento de beneficios 2025



Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March.

Las compañías de cuidados de la salud comienzan 2025 con mejor tono (+6,6% el índice sectorial MSCI), pero recuperando sólo en parte las caídas previas (-9% desde finales de agosto). De fondo subyace la incertidumbre política y regulatoria asociada a la llegada de Robert F. Kennedy Jr. como secretario de Salud en EE.UU., conocido por sus posturas críticas con la industria farmacéutica. Tampoco ayudan las discusiones en torno a la reducción de precios de fármacos en el país, la decepción en torno a la puesta en marcha de algunos tratamientos novedosos, o la sequía en la actividad

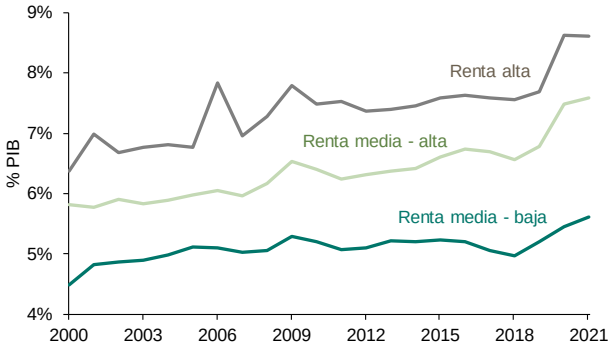
corporativa vista a lo largo de 2024 –primer año de la última década en la que no se registraron operaciones corporativas superiores a 5.000 M$–.

A pesar de este contexto, mantenemos una visión optimista debido a su naturaleza defensiva y elevado potencial de crecimiento. Destacamos como, de entre los sectores refugio, el de salud combina la mayor expectativa de crecimiento (+22% BPA 25 (e)) con el mayor descuento en términos de valoración con respecto a su media histórica –PER 16,7x actual vs. 17,9x media–. Este optimismo se refuerza con un elevado nivel de innovación, con avances claves en tratamientos contra la obesidad, terapias genéticas, cáncer o demencia, o una elevada exposición al dólar (>40% de los ingresos). Además, la integración de la inteligencia artificial promete optimizar la productividad del sector, mejorando diagnósticos y reduciendo errores en los ensayos clínicos.

Añadimos además cómo el envejecimiento poblacional asegurará un crecimiento continuo del gasto en salud lo que, unido al incremento en la accesibilidad financiera para farmacéuticas de menor tamaño, en un entorno de tipos a la baja, fomentará la actividad corporativa del sector. Este contexto reafirma un crecimiento secular de los beneficios del sector, con un incremento promedio del BPA del +7,5% anualizado entre 2007 y 2026 (e), superior al +6,5% previsto para el MSCI World en el mismo periodo.

48. El gasto en salud seguirá incrementándose

Promedio de gasto sobre PIB en salud por países agrupados por renta



Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

DIVISAS

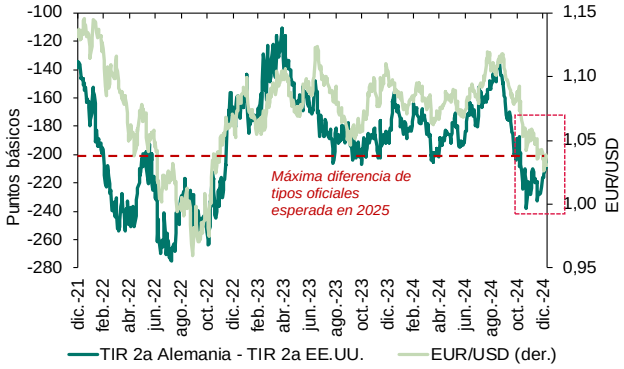
El dólar llega fuerte a 2025.

Al igual que ocurriera en 2016 en su primer triunfo electoral, la concluyente victoria de Donald Trump en las presidenciales de EE.UU. ha devuelto el brillo al billete verde. La divisa estadounidense pasaba así de los 1,12 EUR/USD vistos en octubre hasta cerrar el año en 1,026 EUR/USD, nivel que replica en la actualidad tras la imposición de aranceles a México, Canadá y China.

Pese al buen momento actual del billete verde, no todo juega a su favor.

Las políticas monetarias de la Fed y el BCE toman por momentos rumbos separados. En el caso de la eurozona, un crecimiento anémico y una inflación cercana a su objetivo empujan al BCE a un objetivo de recorte de -100 p.b. en el año, uno por trimestre. La Fed, sin embargo, goza de un cierto margen de maniobra en el plano económico y el mercado de futuros adelanta que solo recortará -50 p.b. en 2025. Es un escenario de tipos por tanto favorable para el billete verde.

49. Diferencial de tipos soberanos 2 años vs. EUR/USD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

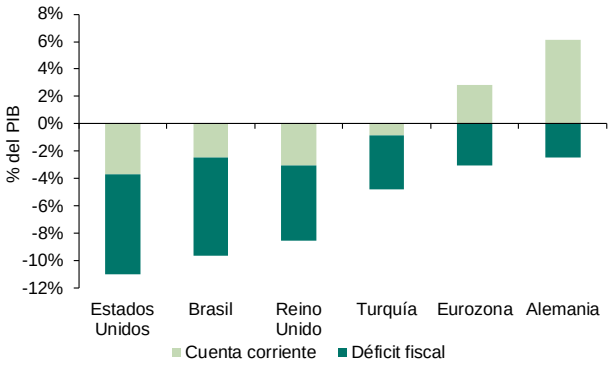
Por otra parte, la economía de EE.UU. se muestra dinámica, sustentada en un mercado laboral y consumo resilientes lo que da soporte al dólar. En cambio, la eurozona mantiene en conjunto un crecimiento menos vigoroso, soportado por las economías sureñas de servicios y lastrada por la crisis industrial y política del eje franco-alemán. Pese a la expectativa de recuperación parcial en 2025, hasta el +1,2%, la zona euro crecerá menos de la mitad que EE.UU. (+2,6%), jugando también en contra de la moneda única.

Otros factores de apoyo al dólar incluyen una sólida demanda global de dicha divisa por parte de los bancos centrales, mientras mantiene su rol histórico y único en el desarrollo del comercio internacional. EE.UU. presenta además unos tipos reales superiores a los de otras grandes economías.

Pese a todo, el castigo infringido al euro puede ser excesivo y el dólar tendría limitada su capacidad de apreciación. Y es que el déficit público estadounidense habría cerrado 2024 en torno al 7% del PIB –vs. 3% eurozona– y podría seguir creciendo si, como ya ocurriera en su primer mandato, al recorte de impuestos planeado no le sigue un similar o mayor descenso del gasto. Este incremento del desequilibrio fiscal y la continuada sobrevaloración del dólar en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA) dificultan el que la divisa estadounidense pueda ganar más terreno a largo plazo.

50. Los déficits gemelos se incrementan en 2024

Balanza por c/c y fiscal agregadas (% PIB)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

El dólar seguirá manteniendo el liderazgo, aunque su potencial de revalorización disminuye desde niveles actuales.

El rango previsto para el cruce euro-dólar se sitúa en los 1,02 - 1,09 EUR/USD. Aunque el dólar sigue mostrando resiliencia, apoyado por un diferencial de tipos y crecimiento, el potencial alcista es más limitado desde los niveles actuales.

La libra esterlina cerró un favorable 2024 en su cruce con el euro.

La divisa británica terminó 2024 en niveles de 0,827 EUR/GBP, con un avance del +4,8% frente al euro. Con este movimiento, la libra reflejaba un crecimiento moderado de su economía, una inflación todavía lejos del objetivo del Banco de Inglaterra (+3,2% interanual subyacente en diciembre) y solo un recorte de tipos de -25 p.b., hasta el 4,75%, en las últimas tres reuniones. Desde entonces la cotización retrocede a niveles de 0,84 EUR/GBP, a la espera de la materialización de los nuevos presupuestos, peores datos de actividad y la incertidumbre en torno a la política arancelaria estadounidense.

La posible entrada en recesión de Reino Unido, la divergencia monetaria con la eurozona y el nuevo presupuesto del país marcarán el rumbo del cruce euro-libra en los próximos meses.

En el plano económico, la actividad pierde fuelle y se incrementa la probabilidad de que la economía británica se haya contraído en el 4T24, tras el estancamiento visto en 3T24. Este aspecto incrementa la presión sobre el Gobierno laborista, el cual presentó un presupuesto 2025 con el crecimiento económico como objetivo prioritario, y marcado por la mayor subida de impuestos desde la posguerra y un notable incremento del gasto público. Es un presupuesto que, en conjunto, augura una corrección más lenta del déficit público y plantea riesgos al alza para la inflación.

Mientras tanto, en el terreno de la política monetaria, se incrementa el dilema para el Banco de Inglaterra, atrapado entre una inflación todavía elevada y con riesgos al alza, y un bajo crecimiento estructural. Pensamos que el diferencial de tipos entre ambas regiones y las previsiones en próximos trimestres siguen marcando la pauta. Se espera que el Banco de Inglaterra (BdI) recorte tipos únicamente en dos ocasiones en 2025, hasta el 4,25% en un ciclo más alineado con la Fed que con el BCE, creando un diferencial todavía favorable para la divisa británica frente al euro.

Tras cerrar coberturas en torno a 0,86 EUR/GBP, y la llegada de un Gobierno más cercano a la UE, nuestra visión es ahora algo más constructiva.

En resumen, menores recortes de tipos en 2025 deberían respaldar a la libra, pero el desajuste de sus cuentas públicas genera preocupación, que a la larga podrían pesar sobre la divisa. Nuestra visión con la libra es ahora algo más constructiva, por la llegada de un nuevo Gobierno más cercano a Europa y un BdI algo más prudente en las bajadas de tipos que el BCE. Venderíamos en los niveles cercanos al 0,82 EUR/GBP y buscaríamos un punto de entrada en el 0,86 EUR/GBP.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:

Joan Bonet Majó
Pedro Sastre
Paulo Gonçalves, CAIA
Luis Coello, CFA
Juan Manuel Tealdi
Cristina Reyes Latorre

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. Banca March S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.