HOUSE VIEW

# EL CICLO NO DESCARRILARÁ

BancaMarch

# El ciclo no descarrilará

**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

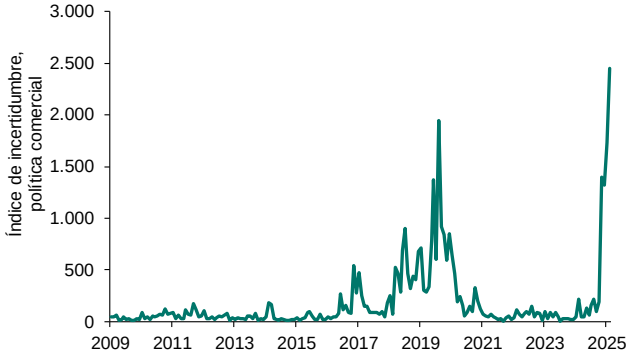
### La incertidumbre geopolítica merma los espíritus animales y reducirá el crecimiento…

El ritmo de Trump en sus dos primeros meses de mandato ha sido incesante y ha venido marcado por las amenazas y el radicalismo. Aunque ha aplicado una estrategia que no es novedosa, la nueva Administración habla ahora abiertamente de un "periodo de transición" para el que no descarta el riesgo de recesión, abriendo la posibilidad a que, finalmente, sus políticas económicas puedan terminar "dinamitando" la actual coyuntura expansiva de la economía mundial.

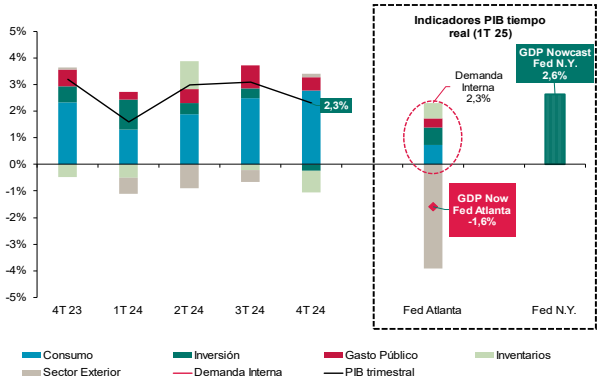
Un ciclo que recordemos navega por su quinto año de vida y que durante este último lustro ha sido capaz de sobreponerse a nada menos que los fuertes desequilibrios que dejó la pandemia, la irrupción de la guerra en Ucrania –causante del mayor *shock* inflacionista desde los años 80–, y los tipos de interés más elevados desde principios del siglo.

No cabe duda de que atravesamos tiempos convulsos y que en las últimas semanas todos los indicadores de incertidumbre de política económica se han disparado (gráfico 1), superando incluso los máximos alcanzados durante la pandemia. El repunte de la desconfianza afecta especialmente a los países directamente inmersos en la "guerra comercial" con Estados Unidos: China, México y Canadá fueron los primeros, pero ahora también en Europa las dudas van en aumento.

1. La incertidumbre política se dispara




2. Escasos datos del 1T, sesgan los modelos en tiempo real (PIB EE. UU.)



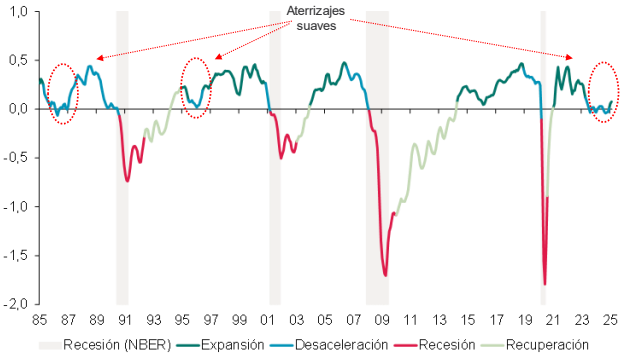

Fuente: Baker, Bloom & Davis, Bloomberg y Banca March.

Esta confusa situación comienza a trasladarse a las publicaciones macroeconómicas e incluso a los propios indicadores de seguimiento en tiempo real del PIB que realizan las Reservas Federales de los diferentes Estados americanos (gráfico 2).

La caída del conocido indicador *GDP Now* de la Fed de Atlanta a terreno de contracción (-1,6%) disparó los temores a una inminente recesión. Ahora bien, hay que destacar dos cosas relevantes que pensamos al menos minoran este temor: la primera, que esta caída se explica por el fuerte aumento del déficit comercial registrado en enero, que se debió a un efecto de anticipación a los aranceles y que pensamos no será repetible en los próximos trimestres. Las importaciones estadounidenses crecieron un +10% mensual y, en particular, las compras de oro explicaron el 60% del aumento –partida que se excluye del cálculo del PIB–. El acopio del metal precioso se debe principalmente a que es un bien fácilmente almacenable y, por ello, se han anticipado sus importaciones ante el temor a nuevos aranceles. La segunda idea es que, si miramos otros indicadores de tiempo real oficiales similares, como el que realiza la Fed de N.Y., la lectura apunta en la dirección opuesta al señalar un crecimiento del PIB del +2,6% para este trimestre.

## …pero la economía mundial no descarrilará.

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




Fuente: Bloomberg y Banca March.

Desde nuestro punto de vista, lo que tenemos claro es que, de mantenerse en el tiempo esta confusa y errática política arancelaria, la economía mundial se vería castigada dado que estos niveles de incertidumbre acabarían aplazando las decisiones de consumo e inversión privadas.

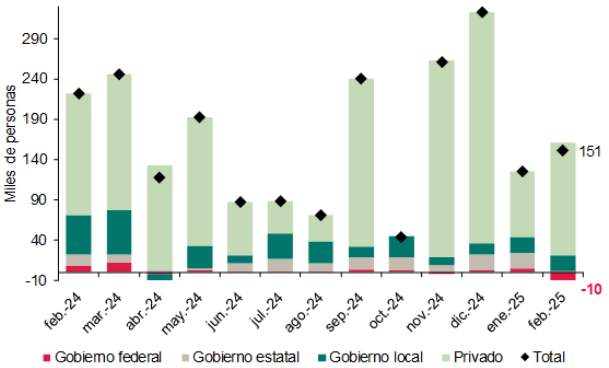
Ahora bien, nuestro indicador de momento económico de Estados Unidos no da señales de un fuerte deterioro como parecen adelantar los mercados (gráfico 3), y por ello, consideramos que los datos macroeconómicos no son boyantes, pero tampoco dan muestras de una caída inminente de la actividad.

En conjunto, nuestra lectura es que los indicadores apuntan a un gradual enfriamiento de la creación de empleo, pero no el comienzo de un periodo de destrucción de empleo privado. La tasa de paro lleva desde septiembre estabilizada en torno al 4,1% y, si miramos los últimos tres meses, la economía ha creado de media 200 mil puestos de trabajo, una cifra que incluso se sitúa por encima de la media de 2024 (167 mil).

Los despidos comienzan a incrementarse, pero desde un nivel históricamente bajo (la tasa de despidos es de tan solo el 1%), y con unas vacantes sin cubrir que, en enero, volvieron a aumentar hasta 7,7 millones y siguen representando 1,1x el número de desempleados de la economía. Una ratio que muestra fortaleza de la demanda de empleo.

Por el lado negativo, el impacto de los recortes de personal llevados a cabo por la agencia DOGE pesarán en el empleo en los próximos meses. El Gobierno federal emplea alrededor de tres millones de personas (algo menos del 2% del total de la fuerza laboral). Debido a la congelación de las contrataciones, los puestos de trabajo en el sector público federal no aumentaron al tiempo que los despidos y llevaron a que en neto se perdieran ya 10 mil empleos (es decir, un 0,3% del total de empleos federales). No obstante, como mostramos en el gráfico 4, la creación de empleo privado continuó siendo dinámica y más que compensó este menor dinamismo del empleo público.

4. El empleo se mantuvo sostenido a pesar de los recortes del DOGE



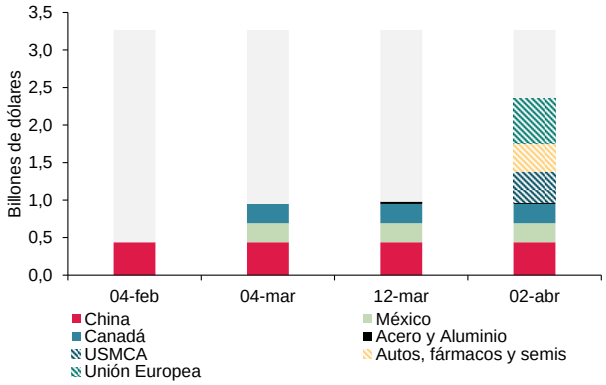

Fuente: Bloomberg y Banca March.

## Las drásticas imposiciones de Trump nublan el horizonte, pero una "guerra comercial" es perjudicial para todos, lo que deberá impulsar nuevas negociaciones…

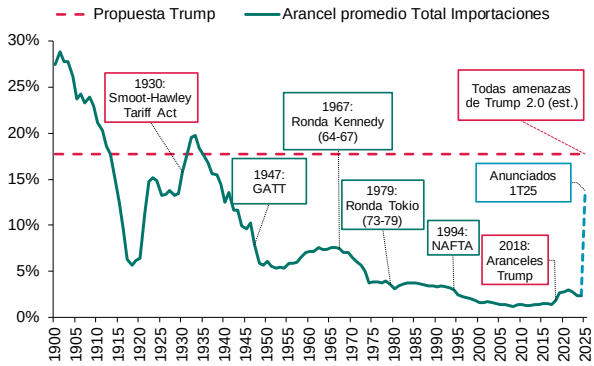
El recrudecimiento de la guerra comercial, con los aranceles moviéndose a una velocidad tan alta, hace difícil anticipar cuál será el punto de llegada cuando todo haya terminado.

Entre las medidas ya implementadas, destacan sobre todo la subida de 20 p.p. de los aranceles a China y una tarifa del 25% sobre el acero y el aluminio. A ello se suman las amenazas de un arancel del 25% a importaciones de países tradicionalmente aliados (en algunos casos suspendidos temporalmente, como para Canadá y México, y en otros, como para la UE, con la fecha de entrada en vigor aplazada hasta el 2 de abril). El resultado de todo ello es que, si se implementan todas estas tasas, Estados Unidos pasaría a aplicar un arancel efectivo medio de más del 10%, triplicando los niveles existentes antes de Trump y máximos desde 1943.

5. Calendario de "posibles" nuevos aranceles(*)



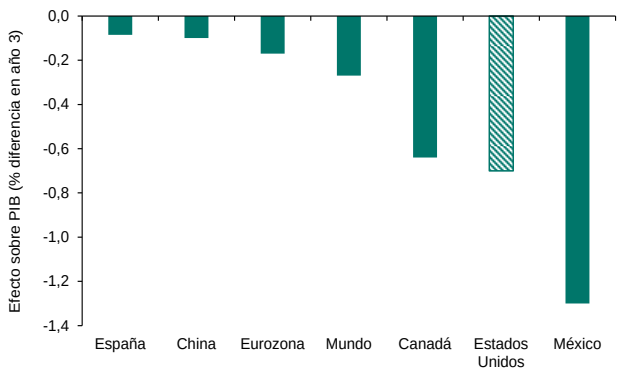

6. Trump recrudece las negociaciones



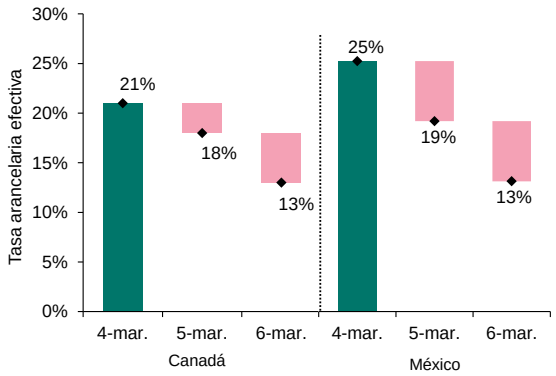

(*) Para bienes individuales se elimina la participación de los países/regiones que ya tienen aranceles por país.
Fuente: International Trade Administration, Tax Foundation y Banca March.

Por su parte, las demás economías también han diseñado represalias y esto eleva el riesgo a un escenario de "guerra comercial". Este *quid pro quo* es perjudicial para todos, pero desde nuestro punto de vista es justo este posible efecto tan negativo para la economía mundial el que debería permitir que se alcancen acuerdos que sean menos dañinos para todos. Como ejemplo, una reciente simulación de la OCDE del efecto directo de una subida de 10 p.p. de los aranceles recíprocos llevaría asociada una pérdida de PIB a los tres años de siete décimas para Estados Unidos y de al menos medio punto para el conjunto de las economías desarrolladas (gráfico 7). Al tiempo que también se incrementaría la inflación entre cuatro y siete décimas.

7. Efecto de aranceles recíprocos




8. Las exenciones temporales de ciertos productos, han reducido la tasa efectiva




(*) 4-mar. (anuncio arancel 25% a México y Canadá, 10% energía canadiense); 5-mar. (anuncio exención a automóviles bajo USMCA); 6-mar. (anuncio exención a todos los productos bajo USMCA).
Fuente: OCDE, O.E. y Banca March.

Unos números que nos sirven de guía pero que ilustrarían solamente parte de los posibles efectos negativos de la actual errática política arancelaria. Por una parte, esta simulación no incluye el deterioro adicional que causaría la confianza de los agentes ante la incertidumbre de la actual política comercial.

Pero por otro, esta simulación obvia detalles que serán decisivos y que cambiarían el efecto de las tasas debido al poder de las negociaciones y, sobre todo, porque lo más probable es que los aranceles no sean universales, sino que se destinen a productos concretos.

## …y, además, la introducción de aranceles no es un punto final: este mes hemos visto cómo las negociaciones permiten situar las tasas aplicadas en niveles menos agresivos a las anunciadas.

Una buena muestra de ello la vemos en el gráfico 8 y fue el reciente anuncio de aranceles de Estados Unidos sobre sus dos países limítrofes: tras un mes de aplazamiento, el 4 de marzo entraron en vigor aranceles del 25% para México y Canadá (con la excepción de las importaciones de energía canadiense que se tasan al 10%). Esta medida supondría pasar de prácticamente el 0% a tasas medias efectivas para el conjunto de importaciones del 25% y 21%, respectivamente.

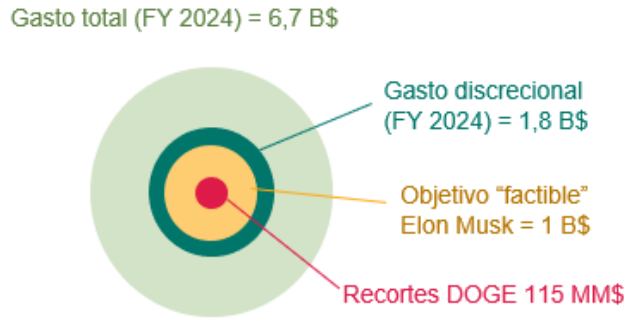
Sin embargo, al día siguiente se anunció una exención para las importaciones del sector automovilístico, lo que rebajó el tipo efectivo al 19% para México y al 18% para Canadá.

Pero esto no terminó aquí, sino que el 6 de marzo (dos días después de la entrada en vigor de los aranceles), se acordó que las tasas del 25% solamente se aplicarían a las importaciones sobre los productos que no cumplan las normas del acuerdo de libre comercio entre estos tres países (actual USMCA y anteriormente conocido como NAFTA). Todo ello, acabó situando ahora la tasa media efectiva en el 13% tanto para Canadá como para México, niveles inferiores al 25% anunciados en un primer momento.

## La administración de Trump ha comenzado por la "peor parte": los recortes de gasto y empleo implementados por el DOGE. Sin embargo, en la práctica, estas acciones tendrán un impacto limitado en la mejora del equilibrio de las finanzas públicas.

Sierra mecánica, mucha escenificación, emails semanales a los funcionarios y despidos, pero el poder de actuación de Musk es limitado. El líder del departamento de Eficiencia ha establecido su objetivo de recorte en 1 billón de dólares. Una cifra que resulta poco creíble de alcanzar, si consideramos que el gasto sobre el que puede incidir (gasto discrecional, incluyendo defensa) representa aproximadamente 1,8 billones de dólares –960 mil millones si excluimos defensa–. Esto es, aplicar la tijera sobre más del 55% de estos gastos discrecionales, que financian partidas tan diversas como la administración de justicia, educación o transporte. En el momento de escribir, el DOGE estima unos ahorros de 115 mil millones de dólares, es decir, un 6% del gasto discrecional. Aunque el DOGE puede efectuar algún impacto, no será suficiente para equilibrar los presupuestos, puesto que el poder de ejercer un ahorro significativo está en manos del Congreso. En términos de PIB, el gasto total de 2024 fue de 23,4%, el déficit fiscal de 6,6% y la deuda del 123%, mientras que los recortes efectuados hasta ahora suponen tan solo un 0,4%.

9. Recortes del DOGE




Fuente: CBO, DOGE y Banca March.

## El ansiado recorte de impuestos llegará, pero no es inmediato.

Por el momento, el Congreso trabaja en el tedioso proceso de "reconciliación presupuestaria", que permite modificar gastos obligatorios, ingresos y techo de deuda. A diferencia del método convencional, no son necesarios los 60 votos en el Senado, por lo que no requieren del apoyo de los demócratas. Sin embargo, existen diferencias considerables entre los congresistas republicanos de ambas cámaras, por lo que este proceso podría llevar tiempo. Aunque se especula con una propuesta definitiva en verano, esta podría extenderse hasta finales de año, puesto que la ley de reducción de impuestos actualmente vigente (Tax Cuts & Jobs Act, 2017) expira el 31 de diciembre de 2025.

En el pasado, la ejecución del TCJA 2017 también precisó de este mecanismo. En él, recoge deducciones para la renta de los individuos, pero también ventajas fiscales para las grandes compañías. Con su implementación, el tipo impositivo máximo a las sociedades se rebajó del 35% al 21%. Trump prometió en su campaña electoral reducirlo a tan solo el 15%. Las presiones fiscales podrían llevar a los legisladores a no rebajar tanto como el nivel prometido.

Hasta el momento, la Casa de Representantes ha cumplido la fase preliminar para prorrogar el TCJA, al aprobar el pasado 25 de febrero su propio anteproyecto presupuestario. En el documento, presenta reducciones fiscales de aproximadamente 4,5 billones de dólares a lo largo de una década, así como aumentos en los gastos de defensa y seguridad fronteriza de 300.000 millones de dólares. Sin embargo, los recortes de gastos, estimados en 2 billones de dólares en el mismo periodo, cubrirán solo parcialmente las reducciones impositivas, lo que resultará en un incremento de la deuda. Será necesario que ambas cámaras del Congreso unifiquen sus propuestas para que se alineen con la misma resolución.

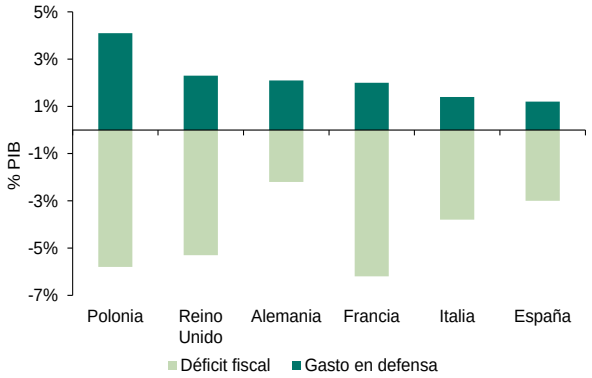
## Sin embargo, en la zona euro todo apunta a un giro fiscal…

Ciertamente la incertidumbre que está dejando esta errática política comercial es una externalidad negativa para la economía mundial, pero las ondas de choque de la agresiva forma de negociación han derivado, en algunos casos, en efectos inesperados y positivos.

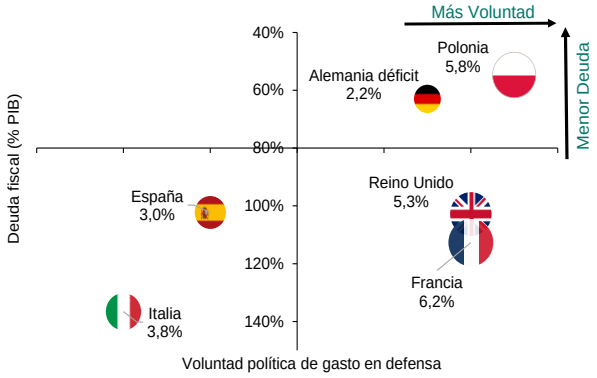
La secuencia vertiginosa de acontecimientos con las negociaciones de paz con Rusia ha propiciado un giro histórico en las políticas económicas europeas, particularmente en Alemania, que es quien tiene más capacidad para financiarse.

Con la suspensión de la ayuda militar de Estados Unidos a Ucrania, Europa ha quedado expuesta y las reuniones de emergencia entre líderes europeos subrayan el delicado momento para el continente. La respuesta europea no se ha hecho esperar y la Comisión Europea ha anunciado el programa "ReArmar Europa" de dimensiones únicamente comparables a las movilizadas durante la pandemia. Con una dotación de 800.000 M€ (equivalente al 4,5% del PIB de la UE) impulsará el gasto en defensa y, de paso, reactivará la economía. Si bien es cierto que el programa nace con dificultades de financiación –más del 80% tendrán que captarlo los propios Estados, lo que acarreará una subida de los costes de financiación–, se trata de una clara muestra de intenciones y es un factor adicional de estímulo a la actividad de la región.

10. El mayor gasto en defensa dependerá de las cuentas públicas de los países




11. Margen fiscal vs. voluntad de mayor gasto en defensa (*)




(*) El tamaño de los círculos representa el déficit (% PIB, 2024)
Fuente: Comisión Europea, NATO, Bloomberg y Banca March.

No todas las economías europeas podrán impulsar un mayor gasto en defensa con la misma facilidad y, menos aún, si la financiación va a depender de los mercados financieros como fue presentado por la CE. Como vemos en el gráfico 11, nada tienen que ver las cuentas públicas de Francia, con un déficit por encima del 6% y una deuda del 113%, con Alemania, donde su déficit se encuentra cerca del 2% del PIB y su deuda pública es de las más bajas de las grandes potencias (63% del PIB frente a más del 120% en EE.UU. o del 251% en Japón).

## …que, en esta ocasión, estará liderado por Alemania.

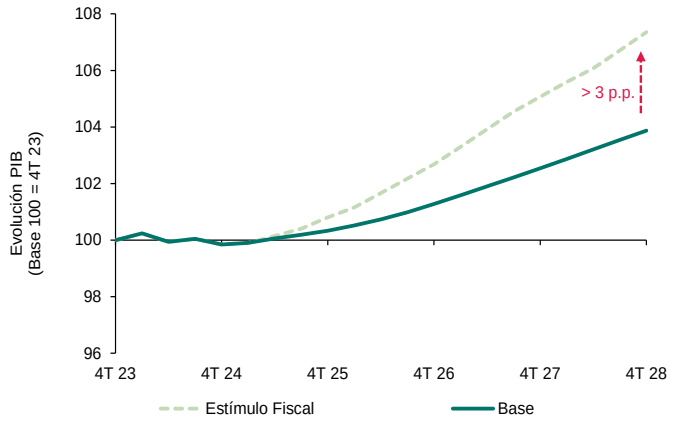
Es especialmente positivo que las medidas europeas de más estímulo fiscal conjuntas se hayan visto secundadas por Alemania. Tras un lustro de estancamiento, con unas cuentas públicas saneadas y un nuevo ejecutivo al mando, la locomotora europea ha decidido actuar. Todavía están en debate los detalles sobre los estímulos que finalmente tratarán de implementar, pero las cantidades iniciales barajadas son contundentes y con capacidad de impulsar el crecimiento.

Una de las principales medidas ya acordadas, será un vehículo de 500.000 M€ para inversión en infraestructuras, lo que supondrá movilizar el 11,6% del PIB. Tras las últimas negociaciones con Los Verdes, este vehículo tendrá un mayor plazo (hasta 12 años para implementarlas), y del capital total, 100.000 M€ se canalizarán a través del Fondo de Transición Climática y del restante – 400.000 M€ –, el Gobierno federal será el responsable del 75% y los estatales del 25% (otros 100.000 M€). Históricamente, los estímulos fiscales canalizados a través de infraestructuras tienen un importante efecto dinamizador del crecimiento a medio plazo. Por ello, en esta ocasión si aplicamos un multiplicador fiscal conservador del 0,7x, podríamos ver un impulso adicional al crecimiento del PIB germano que estaría por encima de los +0,6 p.p. adicionales al año.

También se ha aprobado que los gastos en defensa superiores al 1% del PIB queden exentos del freno de deuda. Si asumimos que Alemania eleva su gasto en defensa hasta niveles similares a los de EE.UU. (3,3% del PIB), esto supondría movilizar otro 1,2% del PIB adicional. En este caso, hablaríamos de un impulso al crecimiento menor, pero no despreciable: como la mayor parte del equipamiento militar se compra fuera del país, el empuje adicional será menor y lo situaríamos entre 0,2-0,5 p.p.

Además de estas medidas, es posible que los estímulos no se queden aquí. En su programa electoral, el partido de Merz (CDU-CSU), defendía la necesidad de bajar el impuesto de sociedades –actualmente más del 30%, uno de los más altos de toda la OCDE–. Una medida que, de implementarse, sería un nuevo empuje a las empresas alemanas. La formación del nuevo Bundestag (Parlamento Federal) está prevista para mediados de abril y se espera la aprobación de nuevos presupuestos antes del final de julio, por lo que podríamos tener novedades durante esta primera mitad del año.

### 12. Los nuevos programas dinamizarán el PIB alemán




Fuente: O.E. y Banca March.

Aunque necesitaremos esperar a los detalles de todas estas medidas, lo cierto es que el giro fiscal de Alemania es contundente y pensamos que será suficiente para lograr un impulso al crecimiento de la "vieja locomotora" europea.

En nuestro escenario, basado en una aplicación escalonada tanto del fondo de inversión en infraestructuras como del mayor gasto en defensa (en 2027 ya estarían a pleno rendimiento) pensamos que el PIB germano se elevará en más de 3 p.p. frente a lo previsto antes de las elecciones germanas.

## Se acerca un "alto el fuego" en Ucrania, otro factor adicional de impulso al crecimiento económico y, en particular, al de Alemania.

Más allá de consideraciones sobre la impetuosidad de las negociaciones de paz que se están llevando a cabo, en términos económicos, los efectos de un "alto al fuego" en Ucrania pensamos que serán claramente positivos para la zona euro y especialmente para los países más cercanos al conflicto, como Alemania, que se verán más beneficiados por menores costes energéticos y que además podrán jugar un papel más decisivo en las tareas de reconstrucción.

El impacto económico para Europa vendrá a través de cinco canales de transmisión (gráfico 13), que combinados tendrán un efecto netamente positivo sobre el crecimiento económico de la región.

### 13. Un "alto el fuego" desencadenaría efectos positivos para la zona euro

Fuente: Banca March.

Solamente vemos como un posible freno, la previsible reducción de la fuerza laboral con la vuelta a Ucrania de los refugiados. No obstante, este efecto pensamos que será muy comedido: de los 4,5 millones de refugiados, apenas 40% estaría participando activamente en el mercado laboral (menos de 2 millones de personas). Incluso en Alemania, una de las economías más expuestas, el total de refugiados representaría el 1,1% de la fuerza laboral, mientras que en España no alcanzaría el 0,5%.

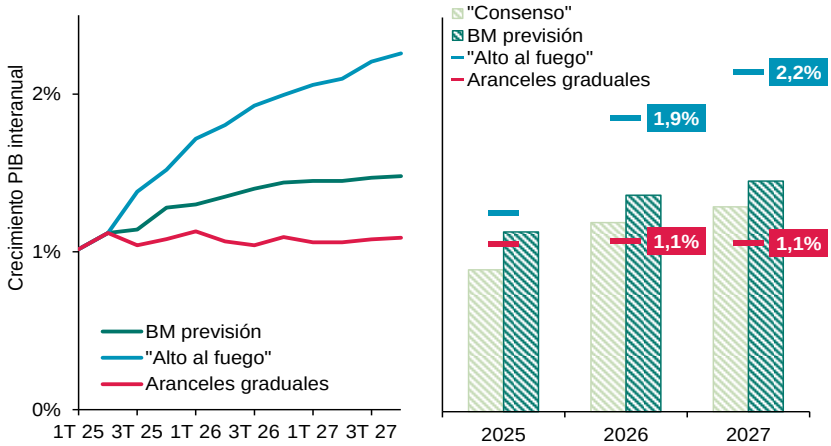
Frente a esto, por el lado positivo, unos menores precios de la energía y la mayor confianza de los agentes económicos actuarán de impulso al consumo interno, al tiempo que, el incremento del gasto en defensa y las tareas de reconstrucción deberán tener un efecto dinamizador sobre la actividad empresarial y la inversión, en particular.

Con todo ello, consideramos que, de confirmarse un "alto el fuego" duradero el PIB previsto de la zona euro deberá revisarse al alza.

En concreto, el impacto positivo de este nuevo contexto nos llevaría incluso a mejorar nuestro escenario previsto para 2025, de un crecimiento de menos a más en la zona euro.

14. Nuestro escenario de reactivación paulatina sigue intacto

Aranceles vs. alto al fuego (eurozona)




Fuente: O.E. y Banca March.

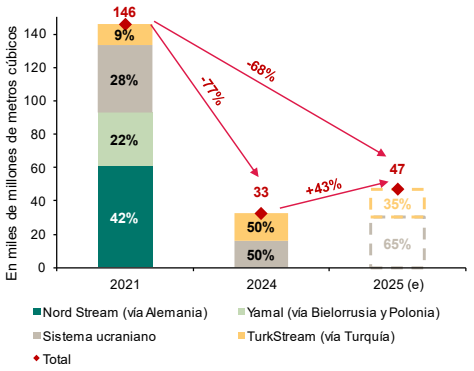
Aunque habrá que esperar al resultado final de las negociaciones para conocer los detalles, estimamos que el crecimiento de la región se vería incrementado entre un 0,5% - 1% en los dos próximos años bajo un escenario de "alto el fuego", lo que permitiría vislumbrar la vuelta de tasas de crecimiento más cercanas al +2% en la zona euro ya en 2026, frente al +1,4% que prevemos actualmente y también por encima del +1,2% esperado por el "consenso" del mercado y por el propio BCE en sus previsiones de marzo.

## Aunque un alto el fuego en Ucrania moderará los costes energéticos, la dependencia de Europa persistirá y la oferta de gas no se restablecerá con rapidez.

Antes de la invasión de Ucrania a comienzos de 2022, entre un 20% y 25% del gas que llegaba a Europa lo hacía por tuberías que partían desde Rusia (Nord Stream I, Yamal, TurkStream y el sistema ucraniano). El posterior cierre de los gaseoductos ha obligado a Europa a reducir su consumo de gas en un -31% en los últimos tres años y a importar gran parte por barco (25% actual vs. 13% a finales de 2021), disminuyendo así su dependencia del país liderado por Putin.

Sin embargo, incluso en el caso de un acuerdo inmediato con Ucrania, el gas no fluirá como antes del conflicto debido a que algunas tuberías están fuera de funcionamiento (Nord Stream I y II) y en otras deberían renegociarse los acuerdos (Yamal y sistema ucraniano). En la actualidad, únicamente queda activo TurkStream, por donde antes de la guerra entraba apenas un 9% del producto ruso.

15. UE: importaciones de gas ruso vía tubería



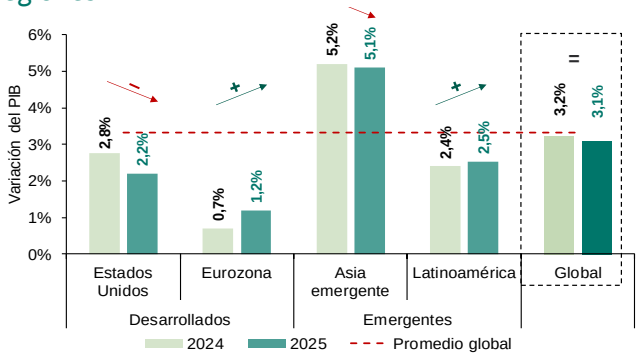

Fuente: Bruegel, Eurostat y Banca March.

Pensamos que un acuerdo de paz podría implicar la reapertura del gasoducto ucraniano, el cual estuvo activo hasta finales de 2024 y que cuenta con una capacidad cinco veces superior a TurkStream. Para 2025, si asumimos que se mantiene el nivel de las importaciones de 2024 vía TurkStream y que, a partir abril se reabre el sistema ucraniano de tuberías con un nivel de importaciones similar al observado en 2021, las compras de gas ruso vía gasoducto se verían incrementadas en un +43% hasta los 47 mil millones de metros cúbicos. No obstante, esta cifra está un 68% por debajo de los niveles de 2021.

## En 2025 seguiremos en un entorno de ciclos desacompasados: EE.UU. se desacelera, mientras que en Europa y China las expectativas mejoran.

Este escenario macroeconómico, más incierto que hace apenas tres meses, nos lleva a realizar ligeros ajustes a la baja en las perspectivas de PIB global, pero mantenemos nuestra visión de que el crecimiento mundial no se frenará en seco, y lo que afrontaremos en los próximos trimestres serán más bien unos ciclos económicos desacompasados entre las grandes potencias.

16. El crecimiento económico se balancea entre regiones(*)




Fuente: FMI y Banca March. (*) Promedio global desde 1980.

En este contexto, aunque la agenda de la Administración Trump está destinada a impulsar la economía doméstica, en el corto plazo la secuenciación de las medidas adoptadas es relevante: como en estos primeros compases del segundo mandato se están priorizando los recortes del gasto público y mayores aranceles, en el corto plazo, el crecimiento estadounidense se desacelerará más de lo esperado. Con todo, no debemos olvidar la inercia positiva que trae la economía americana tras avanzar un +2,8% el año pasado y que, además, las actuales medidas implementadas previsiblemente anteceden la también anunciada rebaja de impuestos y menor regulación. Por ello, consideramos que este año el PIB todavía crecerá por encima del +2%.

Por el contrario, la eurozona que iniciaba este año desde una posición de partida más débil y que, además, deberá afrontar el impacto de la subida de aranceles por parte de Estados Unidos, ha dado un giro a sus políticas fiscales y monetarias que podrán impulsar el crecimiento en la segunda mitad del año. Con ello, mejoramos nuestras estimaciones de crecimiento para la región, que de confirmarse un "alto al fuego" en Ucrania y la implementación de los estímulos fiscales en Alemania, veríamos cómo el crecimiento del PIB se podrá acercar a la zona del +1,5% en la segunda parte del año.

En cuanto a China, vemos fuerzas contrapuestas: por una parte, las agresivas subidas de aranceles desde Estados Unidos y un menor dinamismo del comercio mundial de bienes pesarán en la actividad en los próximos meses. Sin embargo, sus autoridades acaban de anunciar nuevos estímulos y mantienen los objetivos de crecimiento del +5% para este año. Desde nuestro punto de vista, la economía continuará desacelerándose gradualmente (el PIB avanzaría un +4,5%), buscando un nuevo punto de equilibrio con menor dependencia del sector exterior y del inmobiliario, mientras que trata de ganar relevancia el consumo y las industrias de mayor valor añadido.

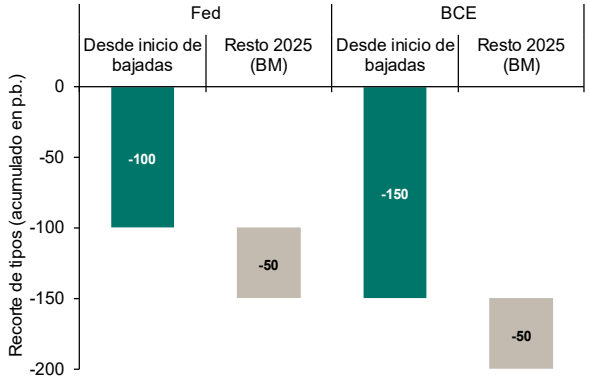
# BANCOS CENTRALES

## Tras unos recortes de tipos más pronunciados en la zona euro, nos adentramos en una nueva etapa en la que la Fed y el BCE se moverán a velocidades similares. Seguimos estimando dos bajadas de tipos oficiales en la zona euro y en EE.UU. para lo que resta del año.

Tras el recorte implementado por el BCE en marzo, el foco ahora se centrará en el fuerte impulso fiscal que principalmente llegará desde Alemania y añadirá presión al objetivo de inflación del +2%.

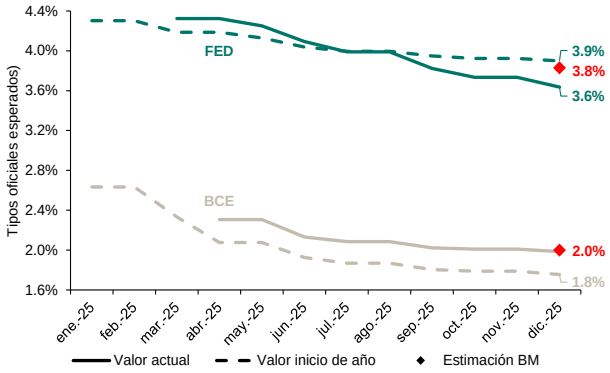
Con respecto a la Fed, que ha entrado en una etapa de pausa desde diciembre, consideramos que no tendrá prisa por actuar. A pesar de la promesa de guerra arancelaria, la economía no se ha debilitado demasiado por lo que la autoridad monetaria tiene margen de maniobra y, en el hipotético caso de un deterioro adicional de las condiciones financieras, podría adelantar los recortes de tipos

17. Fed vs. BCE: expectativas de tipos



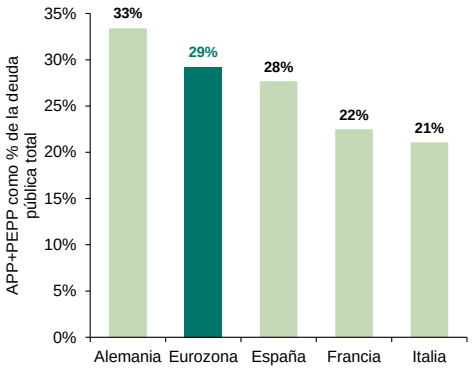

Fuente: Bloomberg y Banca March.

18. Expectativas de tipos oficiales




## BCE: la reducción de balances jugará en contra del giro fiscal.

19. APP y PEPP como % de la deuda soberana total




Fuente: BCE y Banca March.

La decisión de la autoridad monetaria europea de no renovar los vencimientos de sus programas de compras de activos (APP y PEPP) supondrá un desafío adicional para la emisión de deuda pública de los Estados. Por lo que, a partir de enero de este año, cada país debe buscar un nuevo comprador en caso de que desee emitir nueva deuda para reemplazar a la que acaba de vencer, lo que acarreará una subida de los costes de financiación.

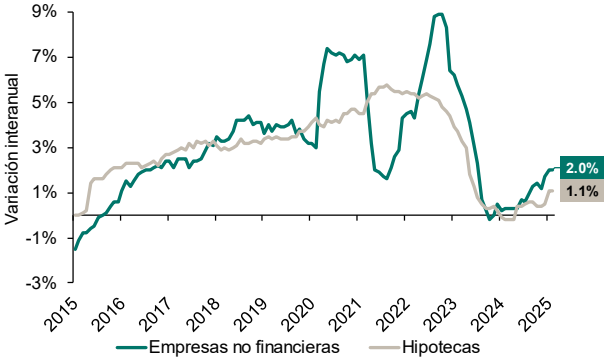
Cabe recordar que los dos programas mencionados están compuestos en su mayoría por títulos públicos y representan un 41% y 25% de los activos totales de la autoridad monetaria respectivamente.

Si bien se desconoce el ritmo de vencimiento a nivel país, según nuestras estimaciones, y asumiendo las compras netas como aproximación de la tenencia total, casi un tercio de la deuda pública alemana total está en manos del BCE bajo el ala de los programas APP y PEPP. A nivel de la zona euro, este porcentaje ronda el 30%.

## La reactivación del crédito actuará como soporte en la eurozona.

Desde comienzos de 2024, momento en el que los tipos oficiales de la región estaban en máximos, el crédito de la zona euro ha dado un giro considerable al retornar al terreno positivo. Pensamos que, a medida que los tipos oficiales continúen su senda bajista, la reactivación del crédito jugará un papel cada vez más importante y actuará como soporte al crecimiento y a los mercados.

20. Evolución crédito eurozona




Fuente: Bloomberg y Banca March.

Una muestra clara del entorno más favorable que enfrenta el mercado crediticio son los resultados de las encuestas que el BCE realiza de forma periódica a los bancos privados. Según estas, a finales de 2024, apenas un 2% de las entidades señalaba que el precio del dinero vigente había impactado negativamente en la demanda de crédito corporativo, muy por debajo del 50% correspondiente a finales de 2022.

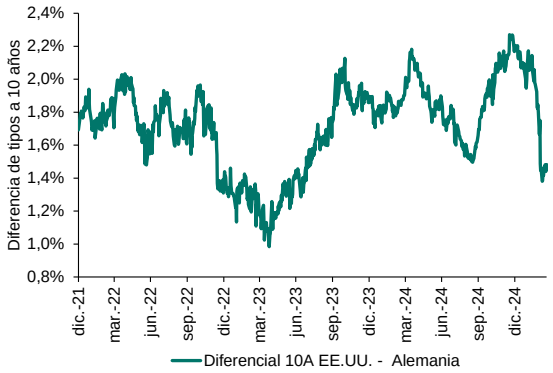
Por el lado de los préstamos hipotecarios –que representan un 80% del crédito total a los hogares–, la mejora es más contundente aún. En concreto, un 2% de los bancos indicaron que los tipos de interés a finales de 2024 habían impactado negativamente en la demanda, mientras que dos años atrás ese porcentaje rondaba el 80%.

# RENTA FIJA

El giro fiscal alemán y la debilidad en los datos macroeconómicos estadounidenses provoca el mayor desacople de tipos a largo plazo en los últimos dos años. En EE.UU., esperamos que el bono a 10 años alcance el 4% gracias a su carácter de refugio ante un entorno de mayor incertidumbre.

El inicio de los recortes de tipos por parte del BCE, una Fed más pausada y la fortaleza estadounidense han provocado que los tipos a largo plazo americanos aumentasen su diferencia frente a los europeos en los últimos dos años. Sin embargo, esta situación está girando rápidamente. Por un lado, el cambio de paradigma que inicia el país germano mantendrá la presión al alza sobre las Tires. A su vez, en Estados Unidos, unas menores cifras de crecimiento, junto con el ruido generado por Musk a través del famoso DOGE, son los principales impulsores del reciente *rally* en los precios de los bonos estadounidenses. Ambos factores han reducido abruptamente el diferencial.

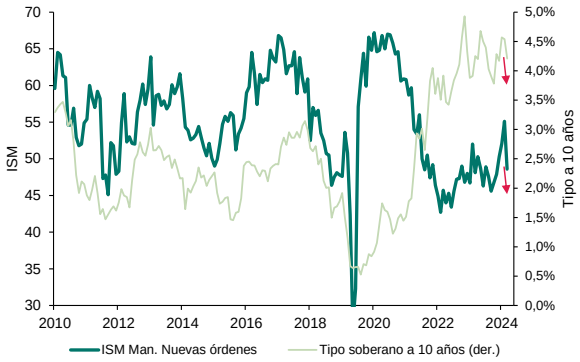
21. Diferencial de tipos a 10 años (EE.UU.-Alemania)



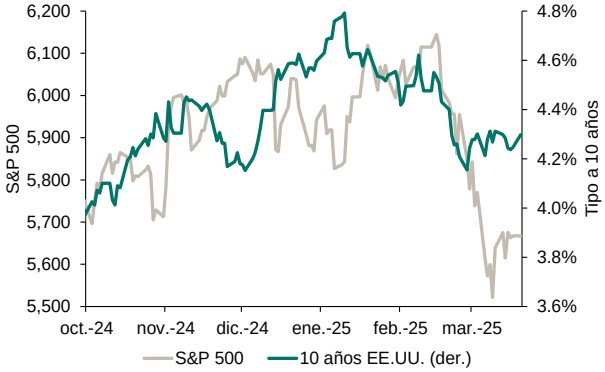

Fuente: Bloomberg y Banca March.

Consideramos que esta dinámica continuará en los próximos meses y mantenemos nuestra preferencia por la duración norteamericana a la espera de alcanzar niveles en torno al 4% para recoger beneficios. Además, este nivel, pensamos, casaría más con la creciente preocupación recogida en las bolsas ante la ralentización en el crecimiento estadounidense –el S&P llegó a caer un -10% desde máximos–.

22. EE.UU.: ISM manufacturero (nuevos pedidos) vs. tipos a 10 años



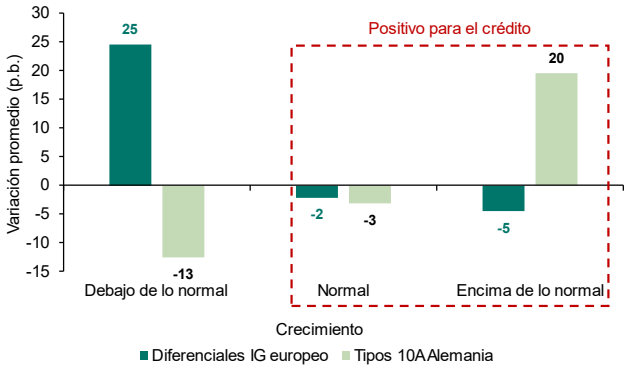

23. EE.UU.: S&P 500 vs. tipos a 10 años




Fuente: Bloomberg y Banca March.

## El crecimiento en Europa mantendrá los diferenciales contenidos en el Viejo Continente y la bajada de tipos oficiales conservará el atractivo del IG europeo.

### 24. Un crecimiento normal o por encima de lo normal(*) mantendrá los diferenciales contenidos

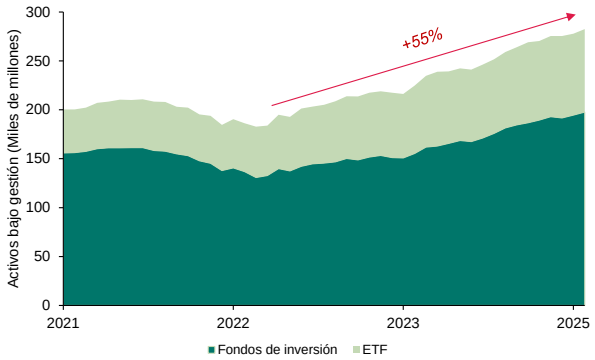



(*)Debajo de lo normal: crecimiento trimestral 1,5 veces por debajo del promedio de los últimos tres años. Encima de lo normal: crecimiento trimestral 1,5 veces por encima del promedio de los últimos tres años. Normal: el resto.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En Europa, la estabilización del crecimiento permitirá que los diferenciales de crédito se mantengan estables a los niveles actuales (90 p.b.), cerca de los mínimos vistos antes de la guerra de Ucrania. Más aún, la posibilidad de que asistamos a un crecimiento más pronunciado ante el cambio de paradigma que enfrenta la región, jugará a favor de la renta fija corporativa permitiéndole ofrecer mejores retornos que la deuda soberana. Un ejemplo claro es el arranque de año, en el que el crédito europeo de alta calidad supera en 0,7% a la deuda gubernamental europea de la misma duración, mostrando que, a pesar de la incertidumbre reciente, los diferenciales IG consiguen permanecer relativamente aislados.

Por otro lado, la reducción en los tipos oficiales hace ganar atractivo relativo al crédito de alta calidad europeo. En los niveles actuales, los tipos reales (oficiales menos inflación) serán 0% en los próximos meses, obligando a los inversores a buscar alternativas entre las que se encuentra el crédito de calidad europeo que ofrece una Tir del 3,3% –superando a la inflación esperada en 1,3%–, con un riesgo relativamente bajo, lo que continuará aumentando los activos bajo gestión que se han incrementado fuertemente desde finales de 2022.

### 25. Los flujos al IG europeo siguen aumentando

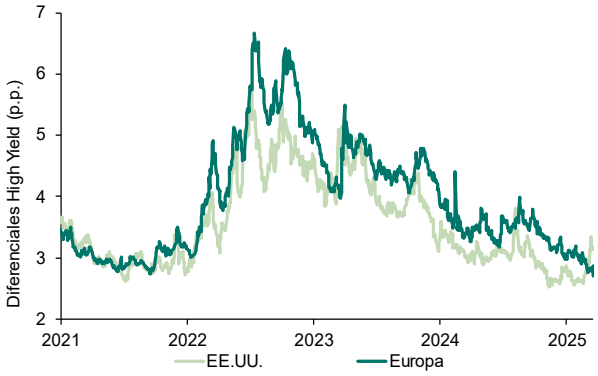



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Se equilibran las balanzas regionales en el segmento del HY, con los diferenciales americanos por encima de los europeos por primera vez desde 2021. A los precios actuales, las Tires de partida son una buena aproximación de lo que obtendrá el HY a 12 meses vista. Además, gracias a la reducción en los vencimientos y a los tipos elevados, la deuda de alto rendimiento sigue ofreciendo un "colchón" atractivo.

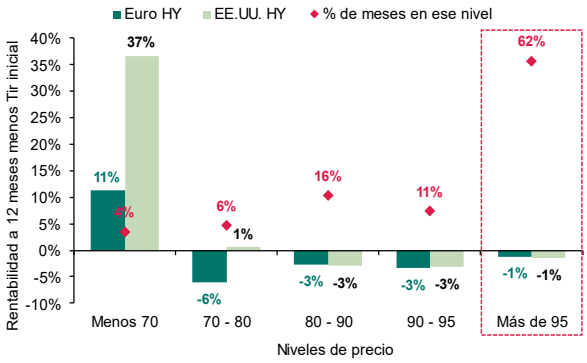
Tras un buen comportamiento el año pasado, el precio del bono HY tanto en EE.UU. como en la eurozona está en niveles por encima de 95 (algo bastante habitual en los últimos 25 años). Históricamente, esto suele indicar que la Tir y el retorno a 12 meses vista suelen ser muy parecidos (con un reducido margen de error del 1% en promedio). Dicho de otra manera, en situaciones como la actual, la Tir que observamos suele ser una buena estimación de la rentabilidad realizada en los próximos 12 meses.

26. Diferenciales HY euro vs. HY USA



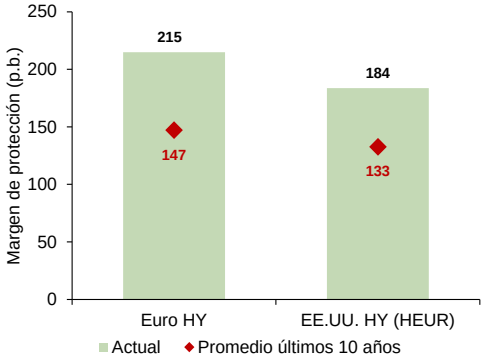

Fuente: Bloomberg y Banca March.

27. Deuda HY: Tir y retorno a 12 meses vista




Además, la reducción en los vencimientos junto con el elevado cupón, han mantenido elevado el margen de protección dentro de este segmento de renta fija. En concreto, el "colchón" de seguridad –definido como el cociente entre la Tir y la duración– que ofrece la deuda corporativa de peor calidad alcanza los 215 p.b. en el caso europeo, muy por encima de los 147 p.b. promedio de los últimos 10 años. Por su parte, el margen de seguridad en el caso de EE.UU. ronda los 184 p.b. frente a los 133 p.b. promedio.

28. Deuda HY: "colchón" de seguridad



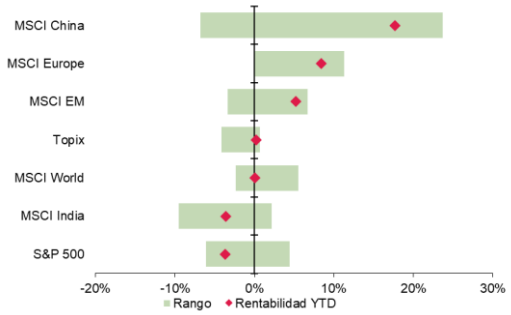

Fuente: Bloomberg y Banca March.

Ambos factores nos hacen seguir favoreciendo el HY como un complemento imprescindible para incrementar la rentabilidad, en un 2025 en el que hace falta asumir mayor volatilidad para batir la inflación. Asimismo, en un escenario de aterrizaje suave, con una economía global que nominalmente crecerá por encima del +5% y una Europa que se verá favorecida por el giro alemán, el riesgo de impago (el verdadero riesgo del activo) se ve acotado de cara a los próximos trimestres. No obstante, nos mantenemos neutrales ante unos diferenciales que siguen por debajo del promedio histórico de los últimos 25 años (EU 306 p.b. vs. 548 p.b. y EE.UU 302 p.b. vs. 513 p.b.).

# RENTA VARIABLE

## Un primer trimestre muy selectivo, con fuertes tomas de beneficios en la "gran tecnología" frente a avances en Europa y emergentes.

29. Evolución índices bursátiles mundiales



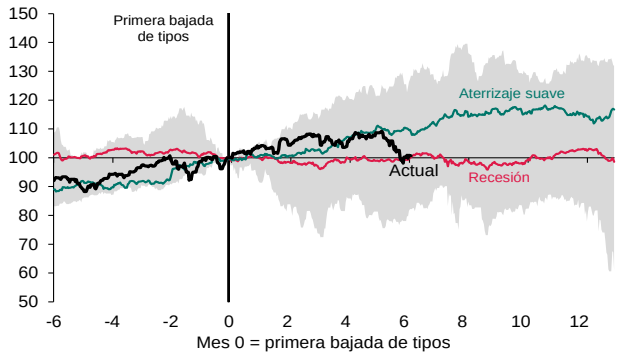

Fuente: Bloomberg y Banca March.

El inicio de 2025 ha traído consigo un incremento de la volatilidad y las caídas de la "gran tecnología", que llevaban a Wall Street a una breve entrada en corrección técnica y a números rojos en el año. En contraste, el histórico giro fiscal alemán, el anuncio del plan de rearme europeo y los avances chinos en IA junto a políticas gubernamentales de estímulo, favorecen la evolución de sus índices.

A título sectorial, destacamos la positiva evolución de energía (+6,8%), materiales (+6,1%) y salud (+5,8%), frente al mencionado retroceso de la tecnología (-7,8%) y consumo discrecional (-6,4%).

## En un escenario de aterrizaje suave y sin señales de recesión, las caídas deberían ser limitadas. En el pasado casi siempre se recuperan en el mismo ejercicio. La "put de Trump" servirá de red de protección.

30. Evolución del S&P 500 tras bajada de tipos



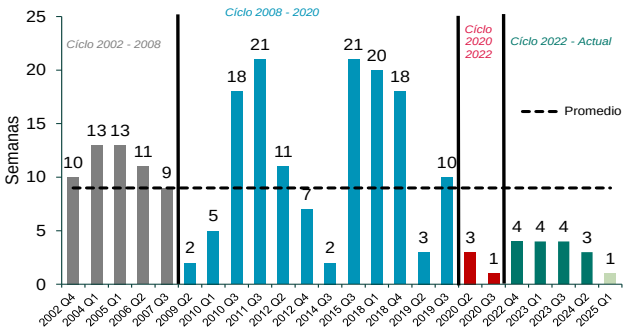

Fuente: Bloomberg y Banca March.

De acuerdo con los patrones históricos, la renta variable sube un promedio del +17% en los 12 meses posteriores a la primera bajada de tipos de interés siempre que se produzca un aterrizaje suave de la economía –línea verde–. Sin embargo, la agresividad tarifaria de la nueva Administración, así como la variabilidad de algunas de sus medidas, han hecho que la bolsa más bien se acerque a descontar un escenario de recesión, en el que no creemos. Una cosa es una desaceleración, como marcan algunos de los indicadores que seguimos, pero otra muy diferente es una recesión.

Cabe recordar que, correcciones superiores al -10% dentro del ejercicio –como la actual– son relativamente habituales (un 38% de los últimos 44 ejercicios), pero en el 70% de las ocasiones se recuperan en el mismo año. Desde nuestro punto de vista, la tendencia alcista del S&P 500 permanece intacta y el mercado actualmente está experimentando una corrección al incorporar el riesgo de un menor crecimiento económico. Como no atisbamos signos de recesión, nos inclinamos a pensar que, en el peor de los casos, el mercado no entraría en un mercado bajista, situación que implicaría correcciones superiores al -20%.

Si analizamos los ciclos bursátiles más cercanos, estos episodios de caídas limitadas suelen durar 17 semanas de promedio (8 en alcanzar mínimos y 9 en recuperar la caída), si bien es cierto que, en el ciclo reciente, las recuperaciones a máximos han sido más cortas y tan solo han requerido de un promedio de 4 semanas. De continuar la actual tendencia, llevaríamos una semana de recuperación y dejaríamos atrás el segundo retroceso más intenso de este ciclo, con una caída desde máximos del -7,8% en 4 semanas.

31. Duración de las recuperaciones tras caídas superiores al -5% en mercados alcistas (*)




(*) Ciclos bursátiles en los que el mercado no sufre una corrección superior al -20%.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

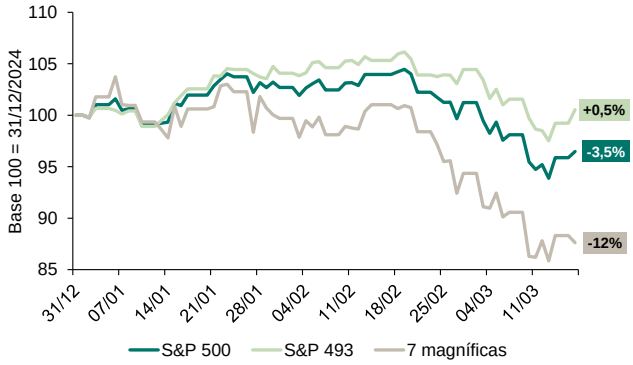
Por otro lado, es importante recordar que de todos los episodios de "sustos arancelarios" de 2018, la peor corrección fue del -10,5%, similar a la vivida recientemente. En caso de sobrepasar estos límites de manera continuada podríamos ver aparecer la "put de Trump", ya que una parte de su capital político reside en la buena marcha de la economía, siendo el S&P 500 uno de los indicadores financieros de mayor visibilidad y de amplia influencia en el sentimiento del consumidor, principalmente en el de alto poder adquisitivo, clave en la buena marcha del PIB estadounidense.

Por tanto, aunque la corrección pudiera prolongarse a lo largo de las próximas semanas ante la incertidumbre tarifaria, lo lógico es que Trump se preocupe también con respeto a los potenciales efectos nocivos a corto plazo sobre la economía, y tratará de evitar una debacle sobre el ciclo económico y bursátil.

## Comienzo de año convulso para la bolsa americana, pero que no altera unas perspectivas positivas. Mantenemos nuestra visión favorable para la renta variable estadounidense.

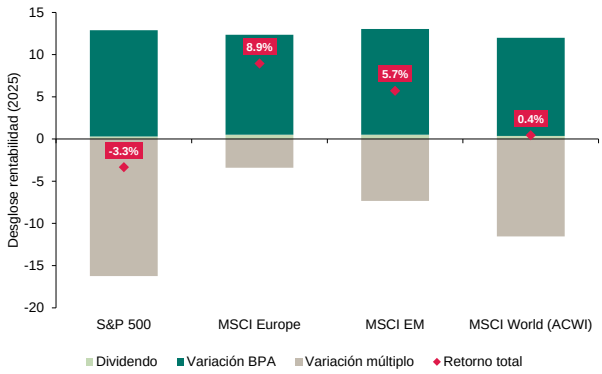
El retroceso del -10% desde máximos que llegó a acumular el S&P 500 a mediados de marzo es uno de los mejores reflejos de la elevada incertidumbre que están generando las políticas de Trump. El mercado está recogiendo el impacto negativo a corto plazo que tendrá la agresiva subida de los aranceles, su caótica implementación y los recortes de gasto del sector público –medidas que incluso están poniendo en entredicho la solidez del ciclo americano–, pero parece obviar que, a medida que avancemos en su mandato, también llegarán estímulos positivos para el crecimiento y por ende para las bolsas (menor regulación y menores impuestos).

32. S&P 500 vs. S&P 493: rentabilidad YTD(*)




(*) S&P 500 excluyendo a las 7 magníficas.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

33. Desglose rentabilidad por regiones



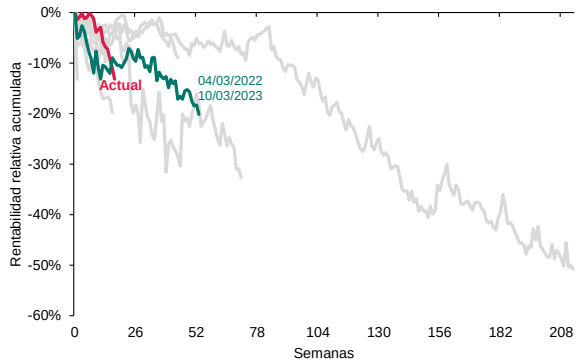

Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Consideramos, por tanto, que el débil inicio del año para el S&P 500, lejos de asustarnos debe ponerse en perspectiva y es una oportunidad. Como vemos en el gráfico 32, la actual caída esconde dos realidades muy diferentes: las conocidas como 7 magnificas han arrastrado a la bolsa americana y acumulan ya retrocesos del -12% en el año, pero las restantes 493 compañías muestran una evolución más positiva e incluso logran ganancias del +0,5% en el año.

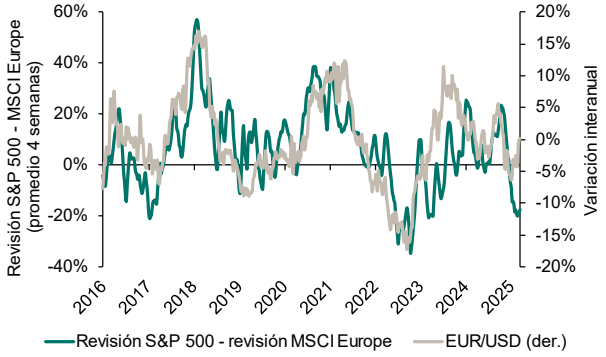
La otra reflexión que consideramos relevante es que la caída de la bolsa americana se ha explicado principalmente por un ajuste de la valoración (menores múltiplos) y no tanto por un deterioro de las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales (gráfico 33). Desde el inicio del año, el agregado de analistas ha rebajado un -1,3% el beneficio previsto para el S&P 500, una rebaja testimonial y que sigue permitiendo anticipar unas tasas de crecimiento de doble dígito para los beneficios en 2025 (+11,5%), por encima de lo esperado para Europa (+6,5%).

Este factor es importante dado que en abril comenzaremos a conocer los resultados empresariales del 1T, un momento en el cual podríamos ver una recuperación más sostenida de la bolsa si, como esperamos, se confirma este crecimiento diferencial.

34. S&P 500 vs. Europa




35. Revisión de beneficios vs. EUR/USD

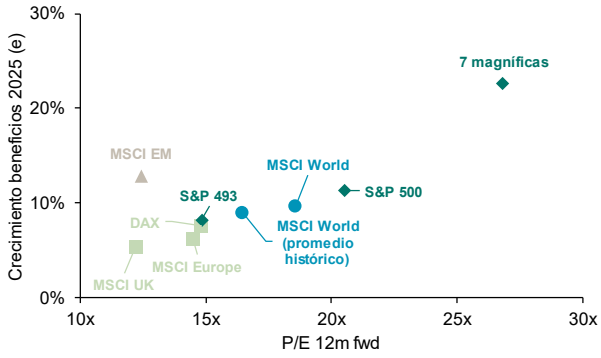



Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Por otro lado, cuando comparamos en términos históricos este peor desempeño relativo de la bolsa americana frente a las europeas vemos que, el actual episodio es ya uno de los más intensos teniendo en cuenta la duración y la intensidad (gráfico 34), lo que nos lleva a evitar precipitarnos y rebajar el peso en bolsa estadounidense a pesar de este convulso inicio del año. Además, debemos tener en cuenta que la reciente debilidad del dólar es un posible freno en esta tendencia: la depreciación del dólar favorecerá la competitividad externa de las empresas americanas (un 40% de las ventas de las empresas del S&P 500 proceden del exterior) y una caída del -5% del billete verde, como la de este ejercicio, históricamente impulsa un giro en las ratios de revisión de beneficios a favor de la bolsa americana frente a la europea (gráfico 35).

En conclusión, seguimos prefiriendo la bolsa estadounidense y difícilmente este peor desempeño continuará indefinidamente. Las empresas norteamericanas seguirán logrando tasas de crecimiento de beneficios mayores que las demás regiones y, ahora, con unas valoraciones más ajustada. Además, si ajustamos el efecto de las 7 magníficas, vemos como el PER de las otras 493 empresas se encuentra por debajo del promedio histórico (S&P 493 cotiza en 14,9x frente a un PER promedio del MSCI World de 16,4x).

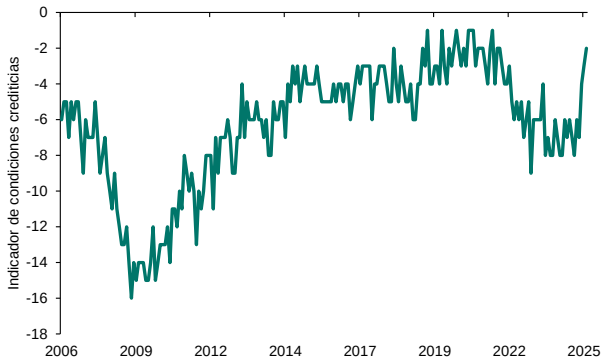
36. Crecimiento beneficios 2025 (e) vs. valoración




Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

## Mantenemos nuestra preferencia por las pequeñas empresas americanas. Las condiciones de financiación están mejorando y las valoraciones actuales ya descuentan el potencial efecto perjudicial de los aranceles.

37. Encuestas confianza pymes EE.UU.: indicador de condiciones crediticias




Fuente: Refinitiv y Banca March.

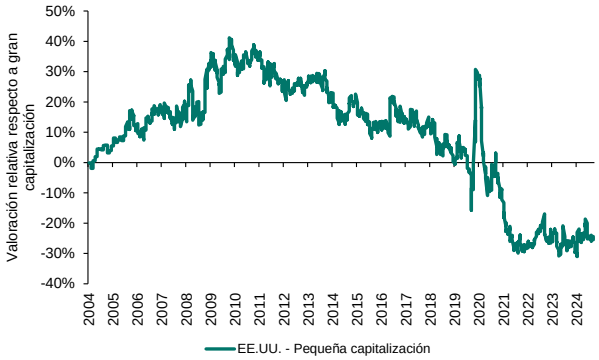
Los dos pilares sobre los que se sostienen nuestra recomendación siguen vigentes.

Uno de los factores que indicábamos era la mejora en las condiciones crediticias que, efectivamente según la encuesta realizada a las pymes americanas, se han relajado sustancialmente desde principios de año, situándose cerca de los niveles previos a la subida de tipos de la Fed. Un elemento que prevemos aligerará la carga financiera de las pequeñas compañías, más endeudadas que las grandes empresas (4,6x EBITDA vs. 1,5X EBITDA) y, además, con la mitad de esa deuda a tipo variable.

Asimismo, este factor será importante a la hora de aumentar los volúmenes en las operaciones corporativas que este año ya acumulan un incremento del +33% con respecto al año pasado. Sin embargo, la cantidad de operaciones ha caído, por lo que el margen de mejora sigue presente y pensamos que la llegada de los anuncios del plan tarifario de Trump, que eliminarán la incertidumbre en este sentido, junto con una mejora extendida en la financiación, servirán de catalizador para una mayor actividad corporativa en el resto del año.

En segundo lugar, destacábamos el crecimiento diferencial de los beneficios de este segmento que sigue vigente, aunque el contraste se ha reducido recientemente (+12,5% vs. +11,5%). No obstante, lo importante es que, si bien el crecimiento es ahora "ligeramente" más alto, las valoraciones siguen mostrando un sustancial descuento, permaneciendo en los niveles más bajos de los últimos 20 años, lo que mantiene el atractivo del segmento.

38. Valoración relativa de pequeña vs. grandes (*)




(*) Pequeñas: S&P 600 / Grandes: S&P 500.
Fuente: Refinitiv y Banca March.

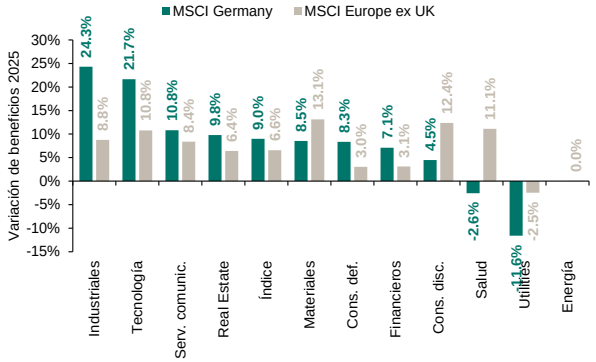
Pensamos que la reciente negatividad podría verse rápidamente eliminada a medida que se aclararen, al menos parcialmente, los planes tarifarios del Gobierno americano. Y cualquier buena noticia, como la aprobación de los nuevos presupuestos Trump o mejoras en la actividad económica, se verán principalmente reflejadas en este segmento.

## En Europa, no es oro todo lo que reluce: Alemania sí tiene capacidad de cambio y vemos un mayor potencial para su bolsa.

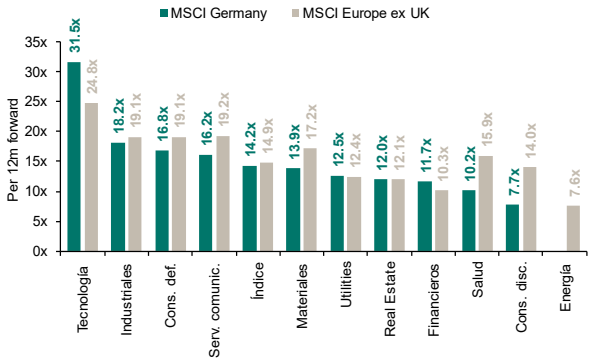
Las bolsas europeas están navegando este primer trimestre con fortaleza a pesar de la elevada preocupación sobre los aranceles que Estados Unidos pretende imponer y sobre los que tendremos más detalles a comienzos de abril. Con una revalorización del +10% en el acumulado del año (MSCI Europa ex - UK), la renta variable del Viejo Continente ha cogido brillo.

Motivos para este buen desempeño no le faltan y seguimos recomendando mantener la exposición a esta región. Ahora bien, consideramos que no todas las bolsas nacionales están en igualdad de condiciones: desde nuestro punto de vista, Alemania sí cuenta con una elevada capacidad de estímulo fiscal de su economía interna y, además, la composición sectorial juega a favor de una mayor exposición a este mercado específico.

39. MSCI Germany vs. MSCI Europe ex UK: crecimiento beneficios 2025 (e)




40. MSCI Germany vs. MSCI Europe ex–UK: valoración




Fuente: Refinitiv y Banca March.

La aprobación del nuevo programa de inversión en infraestructuras, el mayor gasto en defensa y la flexibilización de los límites de endeudamiento público son catalizadores de un cambio sin parangón en la historia económica reciente de Alemania: estas medidas van a permitir una aceleración de los beneficios empresariales que crecerán un +9% ya este año, superando en casi 3 p.p. la evolución prevista para el conjunto de Europa (gráfico 39). En este favorable contexto, consideramos que es un momento adecuado para favorecer la exposición a Alemania dentro de Europa, más aún si tenemos en cuenta que en términos de valoración absoluta cotiza a descuento (el PER del MSCI Alemania es del 14,2x por debajo del 14,9x de Europa).

Además de estos estímulos fiscales, un alto al fuego y las necesidades de reconstrucción en Ucrania, unido a unos costes energéticos más contenidos, serán catalizadores para una reactivación de su tocada industria. Este es sin duda el principal sector de la bolsa germana (pesa un 23% del MSCI Alemania) y goza de unas alentadoras perspectivas de inversión dado que, tras años de travesía en el desierto, se anticipa un crecimiento del +24% de los beneficios.

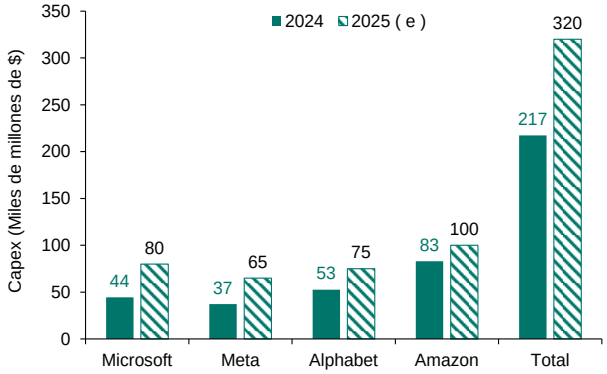
Si en los próximos días, con la publicación de la "nueva" ronda de aranceles recíprocos a Europa por parte de EE.UU., se produce una cierta cesión de precios, aprovecharíamos la oportunidad para añadir exposición a esta economía.

## La tecnología corrige en Estados Unidos a pesar de que los resultados de las compañías se han incrementado. Mantenemos nuestra apuesta por el sector debido a un crecimiento de beneficios diferencial y al rol que continuará ocupando en el desarrollo de la IA.

La reciente caída del sector tecnológico en Estados Unidos ha estado impulsada por una contracción de las valoraciones y no por una revisión a la baja de los beneficios. Más aún, se espera que los beneficios de la tecnología estadounidense crezcan a niveles del +20,3% en el año –el mayor crecimiento a nivel sectorial–, muy por encima del +11,5% previsto para el selectivo S&P 500.

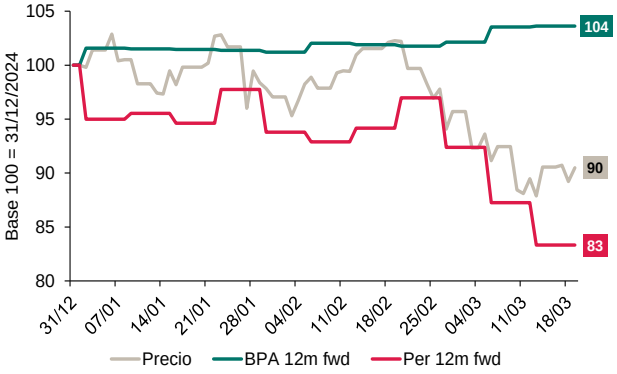
A título individual, cuatro de los principales *hyperscalers* –Microsoft, Meta, Alphabet y Amazon– han anunciado sus planes de inversión en bienes de capital para este año. En este sentido, cabe destacar que invertirán aún más que en 2024 (+47% entre todos), lo que seguirá impulsando el crecimiento de la tecnología. No obstante, pensamos que la preocupación por los costes y la rentabilidad de las compañías irá ganando peso tras la llegada de DeepSeek.

41. CAPEX hiperscalers(*)




(*) 2025 (e): Capex anunciado por las compañías para 2025.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

42. Tecnología S&P 500: evolución precio, BPA y Per(*)




(*) BPA = beneficio por acción. PER = precio por BPA.
Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Mantenemos nuestra apuesta por la tecnología estadounidense, principalmente en sectores más defensivos y menos ligados al ciclo como son el software y la ciberseguridad. Las compañías de software ofrecen un crecimiento más moderado que otros segmentos, pero con una mayor recurrencia en sus ingresos, lo que le permite ofrecer unos resultados más estables. De hecho, es el único subsector de la tecnología que no presenta ningún periodo de 5 años con caída de beneficios.

## Sector salud: resiliente y con excelentes previsiones de beneficios.

Las empresas del sector sanitario han mostrado una evolución bursátil muy positiva en el 1T25, evidenciando un desempeño relativo muy favorable –+6,0% YTD para el sector vs. índice global MSCI plano–. De fondo subyace una expectativa de generación de beneficios elevada y creciente en 2025, del +16,7% y la mayor en casi dos décadas, a la cabeza sectorial junto a la tecnología.

## Seguimos de cerca la vuelta de Trump, aunque vemos difícil la aplicación sectorial de tarifas.

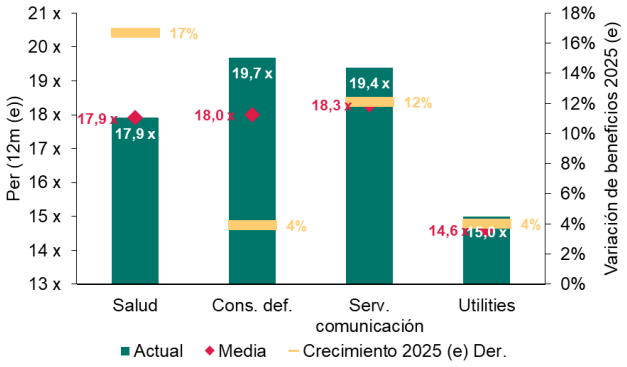
Pese a la evolución positiva de las cotizaciones y un escenario benigno, el mercado se mantiene atento a la incertidumbre tarifaria asociada a la vuelta de Trump y el nombramiento de Robert F. Kennedy Jr. como secretario de Salud en EE.UU., conocido por sus posturas críticas con la industria farmacéutica. Creemos que, aunque no es imposible, la imposición sectorial de tarifas es complicada y no llegará, dado el estatus especial del que gozan este tipo de productos, la posibilidad de generar una escasez de medicamentos en el mercado o la amplia presencia a nivel de infraestructuras, I+D+i, fabricación y ventas de la industria farmacéutica europea en EE.UU., entre otros factores.

Tampoco vemos cambios, ni inmediatos ni significativos, a nivel regulatorio en lo concerniente a la aprobación de vacunas, fármacos o cambios de precios en EE.UU., teniendo en cuenta los controles y equilibrios existentes en el sistema legal estadounidense. En este sentido, el ritmo y el alcance de las reformas dependerán en gran medida de la capacidad de los nuevos líderes al frente de las agencias para superar los obstáculos procedimentales y coordinarse con los múltiples estamentos de la Administración, algo que de efectuarse llevará mucho tiempo y esfuerzo.

## Nos mantenemos positivos con el sector, que sigue cotizando a descuento.

Seguimos positivos con salud. El sector presenta un perfil de crecimiento de beneficios positivo, que recoge los avances vistos en tecnología –IA–, las nuevas terapias –obesidad, cáncer y genética– y un potencial impulso de la actividad corporativa –tras un año 2024 sin compras, el peor de la última década–, aspectos todos ellos que resaltan la resiliencia y positiva evolución del sector.

43. Salud: atractivo vs. sectores defensivos



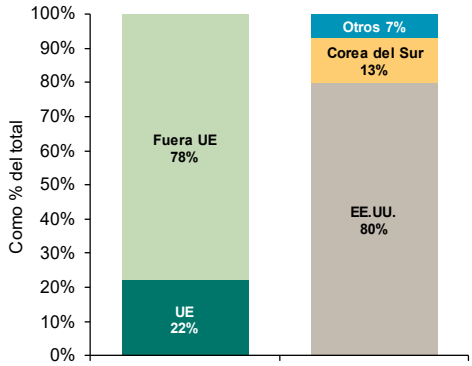

Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March.

Recordamos además que las sólidas perspectivas sectoriales de resultados se sustentan en factores seculares duraderos, como el envejecimiento poblacional y la demanda inelástica, que seguirán impulsando la innovación a un ritmo acelerado. Es este un contexto que 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. Recordamos por último como de entre los sectores refugio, el de salud presenta la mayor expectativa de crecimiento.

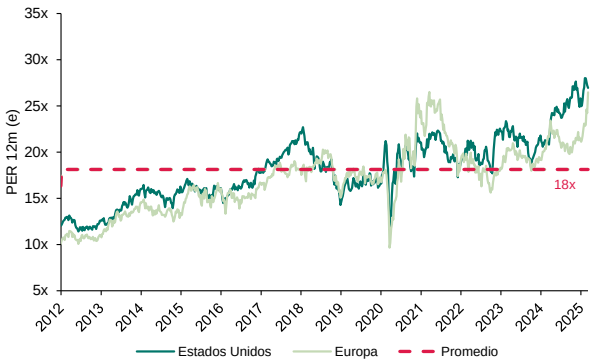
## Positivos con defensa, con previsión de un incremento sustancial del gasto militar estatal.

Tras décadas de presupuesto militar menguante, los aliados de la OTAN incrementarán su aportación desde el 2% al 3% del PIB, como poco. El movimiento implica un incremento adicional del gasto militar en al menos 220.000 millones de dólares, con un porcentaje creciente del mismo destinado a equipamiento. También supondrá reequilibrar la aportación al presupuesto de la OTAN, con incremento europeo hasta el 42% –vs. 31% actual– y retroceso para EE.UU., desde el 66% en 2024 hasta el 58%.

44. Reducir la dependencia de EE.UU. no será una tarea sencilla




45. PER defensa: EE.UU. vs. Europa




Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las compañías estadounidenses lideran el grueso del gasto europeo de defensa –el 80% del 78% de la compra de arsenal que no procede de la UE viene de EE.UU.–, si bien creemos que las cotizadas del Viejo Continente serán las grandes beneficiadas del incremento al concentrar aquí sus ventas –vs. solo 10% de ingresos en Europa de los grupos estadounidenses de defensa–. Por ejemplo, los ingresos europeos de la germana Rheinmetall, la francesa Thales o la sueca SAAB suponen el 71%, 69% y 66% de sus ventas totales.

Tras el anuncio del plan ReArmar Europa, habrá mayor claridad en próximos meses sobre el tamaño y la composición de los programas de gasto, traducible en financiación real y crecimiento de los ingresos y carteras de pedidos. Creemos que incluso con un alto el fuego en Ucrania, los presupuestos de defensa serán crecientes y su potencial de crecimiento sigue sin reflejarse en las estimaciones de beneficios ni en las guías de las empresas. Son aspectos que seguirán dando soporte bursátil al sector, pese al importante avance reciente de las cotizaciones en Europa vs. EE.UU., y que incluso justifican valoraciones superiores a las actuales –PER defensa Europa y EE.UU. de 25,6x y 26,4x vs 20,9x y 27,2x a los que cotizaban en las presidenciales de noviembre–.

# DIVISAS

## El euro gana terreno hasta 1,082 EUR/USD, tras un inicio de año positivo para el dólar.

Al igual que ocurriera en 2016 en su primer triunfo electoral, la concluyente victoria de Donald Trump en las presidenciales de EE.UU. devolvía la fuerza al billete verde, hasta alcanzar niveles de 1,024 EUR/USD a comienzos de enero. Pero desde entonces el vuelco ha sido significativo, con un rápido giro favorable al euro y en máximos de cinco meses, ante la combinación de la política fiscal de la UE, la moderación del excepcionalismo estadounidense –irrupción de DeepSeek y la escalada de tensiones arancelarias– y el posible alto el fuego entre Rusia y Ucrania. Con todos estos factores en la coctelera, el euro escala posiciones y cotiza ahora en niveles de 1,082 EUR/USD, +4% en el año.

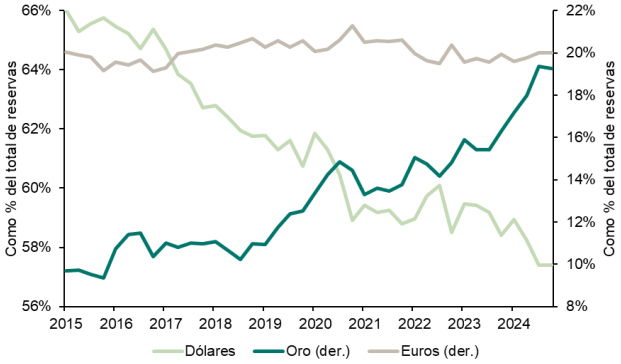
## El mercado prioriza ahora, a corto plazo, aspectos como las dudas sobre Trump y un papel internacional menos central del billete verde.

En cuanto a la incógnita sobre el mandato de Trump, el mercado podría de nuevo repetir el "pinchazo" visto por el dólar en su primer mandato, cuando llegó hasta los 1,20 EUR/USD una vez intuyó que parte de las promesas electorales de Trump no serían realidad. Y aunque Trump ha mostrado en el pasado preferencia por un dólar "débil", las medidas adoptadas por su administración tuvieron efectos mixtos en el valor de la divisa, reflejando la complejidad de influir en los mercados cambiarios globales.

Por otro lado, y si bien el dólar se mantiene a distancia como moneda global de referencia, el peso de este en las reservas internacionales ha bajado -12 p.p. en el último cuarto de siglo y con particular virulencia desde 2015, hasta el 57% de las reservas totales frente a la estabilidad mostrada por el euro o el importante avance visto por el oro en dicho periodo.

46. Evolución EUR/USD: Trump 1.0 vs. 2.0

47. El $ baja posiciones como divisa de referencia




Fuente: Bloomberg y Banca March.

## Nos mantenemos neutrales con el dólar, pese a acercarse a nuestra zona de compra y a la espera de mejores oportunidades.

Aunque el diferencial de tipos y crecimiento económico siguen favoreciendo a Estados Unidos frente a la eurozona, los aspectos de más corto plazo mencionados unidos al desequilibrio fiscal de sus cuentas públicas pueden coyunturalmente dirigir al dólar por debajo de los 1,09 EUR/USD que nos hemos venido marcando como objetivo. No obstante, esperamos a un escenario algo más despejado para abandonar el terreno neutral e incrementar nuestra exposición a dólar.

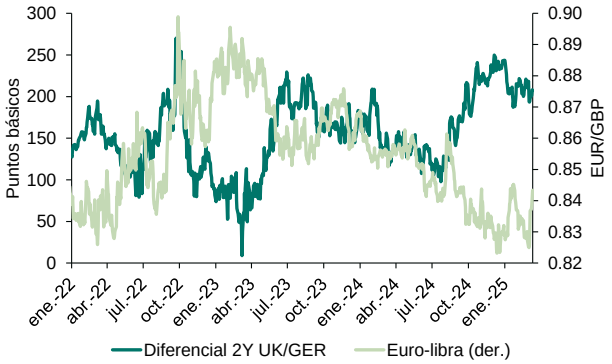
## Pocos cambios para el cruce euro-libra en este inicio de año.

El euro acumula un escaso +0,8% en lo que va de año frente a la divisa británica, en niveles de 0,836 EUR/GBP. Las señales de desaceleración económica mostradas por Reino Unido y las tensiones comerciales decantan de momento la balanza a favor de la moneda única, aunque sin mucha convicción pese al anuncio de importantes estímulos fiscales en la eurozona.

## El Banco de Inglaterra sigue atrapado en el dilema inflación vs. crecimiento.

El Banco de Inglaterra (BdI) decidió mantener los tipos de interés en el 4,5% en su reciente reunión de marzo, adoptando una postura cautelosa y menos agresiva que el BCE. La institución presidida por Andrew Bailey navega así el dilema que supone una cifra de expectativas de inflación de los hogares en máximos de 14 meses, hasta el +3,4%, y un crecimiento trimestral exiguo relativo al 1T25, de +0,1% que incluyó contracción de la industria.

48. Evolución euro-libra vs. diferencial 2Y UK/GER




Fuente: Bloomberg y Banca March.

## Mantenemos el rango 0,82-0,86 EUR/GBP.

Nuestra estrategia para el euro-libra es continuista. La expectativa de menores recortes de tipos en 2025 por el BdI debería respaldar a la libra, pero el desajuste de sus cuentas públicas y un crecimiento menos dinámico generan preocupación, que a la larga podrán pesar sobre la divisa. Consideramos así oportuno vender en la parte alta del rango, de 0,86 EUR/GBP y buscar oportunidades de compra en niveles de 0,82 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.