HOUSE VIEW

RESERVA FEDERAL: CERRADO POR VACACIONES

BancaMarch

Reserva Federal: cerrado por vacaciones

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				●	

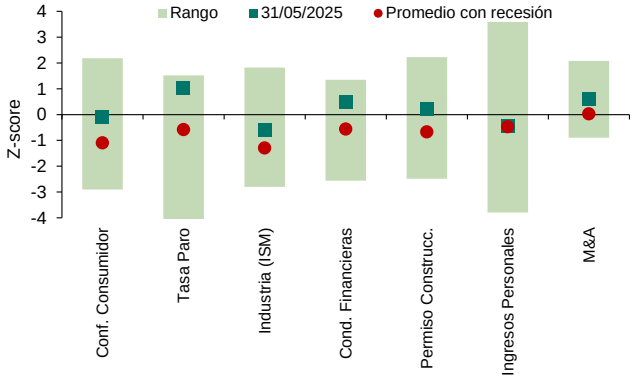
Divisas	–		Neutral		+
Dólar			●		
Libra Esterlina			●		

MACROECONOMÍA

Pese a la gran incertidumbre, la economía norteamericana aguanta.

Por el momento los datos macroeconómicos que vamos conociendo muestran elevadas distorsiones, pero no son acordes con un freno brusco de la actividad. Curiosamente, el efecto negativo de la mayor incertidumbre comercial aún no se ha hecho sentir con intensidad en la actividad real, previsiblemente porque el adelanto de flujos comerciales vistos estos meses como forma de evitar futuros aranceles parece haber compensado la menor inversión por falta de visibilidad y también las dudas de los propios consumidores.

1. Los indicadores están lejos de los momentos recesivos



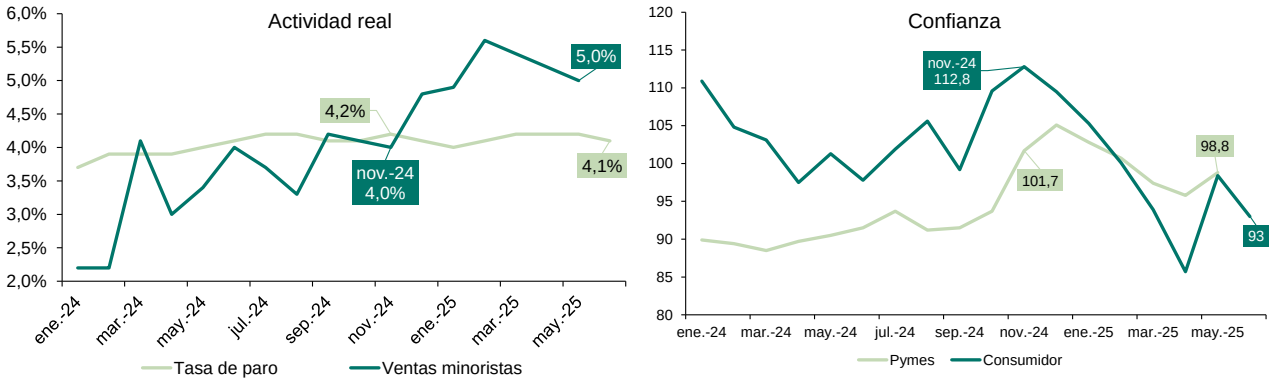
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En Estados Unidos, los principales indicadores de nuestro modelo de ciclo económico se encuentran en terreno de expansión económica y, lo que es más relevante aun, siguen lejos de los niveles observados durante las últimas recesiones.

Destaca por el lado positivo que la tregua comercial ha permitido una mejora de las condiciones financieras. Asimismo, como vemos en el gráfico 1, la resiliencia del mercado laboral estadounidense es innegable y la tasa de paro sigue siendo reducida: en junio se sitúa en el 4,1%, un nivel similar a lo registrado antes de la elección de Trump. También lo fue la creación de empleo en el mes, con 147.000 nuevos puestos, si bien la mitad fue empleo público y concentrado en la creación de empleo estatal –contrasta con la ligera creación de empleo local y la pequeña destrucción de puestos en la administración federal–.

Un empleo sostenido es el principal factor de apoyo para el consumo y permite que, a pesar de un menor dinamismo, las ventas al por menor continúen avanzando a ritmos sólidos: en el último mes avanzaron +5% interanual, unas tasas ligeramente inferiores al +5,3% promedio del 1T del año, pero sensiblemente por encima del +3,5% promedio de hace un año (2T 2024). Estas señales consideramos que permiten mantener las perspectivas de una extensión del actual ciclo económico y minoran los temores a un parón brusco de la actividad.

2. La confianza se deteriora, pero la actividad sigue resiliente(*)



(*) Ventas minoristas sin componentes más volátiles: alimentos, gasolina, materiales de construcción y automóviles.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

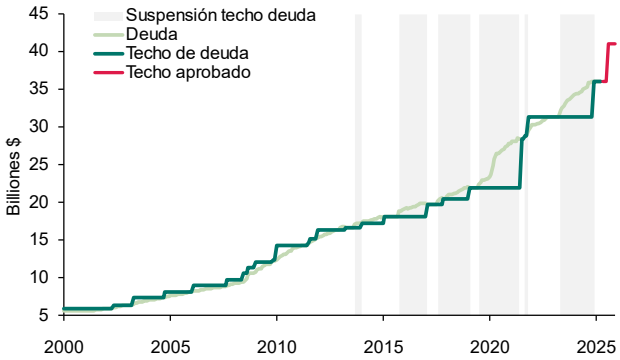
La incertidumbre arancelaria sí ha afectado a la confianza, tanto de los empresarios como la de los hogares estadounidenses, aunque sus lecturas más recientes muestran signos de recuperación. En este sentido, un deterioro adicional de la incertidumbre aplazaría las decisiones de compra y de inversión, con el consecuente incremento del desempleo. Esta incertidumbre proviene principalmente de la política económica y por ello será fundamental que, una vez ya cerrada la reforma fiscal, se aclare el futuro de los aranceles en Estados Unidos.

Trump aprueba la *Big Beautiful bill* antes de agosto, fecha límite para elevar el techo de la deuda.

La presión de Donald Trump para acelerar la aprobación definitiva de los presupuestos, refrendada hoy en el Día de la Independencia, respondía a su objetivo de conceder *más madera* a la economía a través de sus recortes impositivos, así como a establecer un nuevo techo de deuda, imprescindible antes de agosto, porque de lo contrario el Gobierno agotaría su capacidad de financiación.

Dado que Estados Unidos presenta déficit fiscal estructural, el límite del techo de la deuda lleva décadas teniéndose que ajustar para evitar que el Gobierno se quede sin capacidad de pago. Cada vez que la deuda se aproxima al tope, se desencadenan intensos debates políticos que, desde 2013, suelen resolverse en el último momento, generando episodios de incertidumbre en los mercados financieros.

3. Límite del techo de deuda aumenta en 5 bill. $



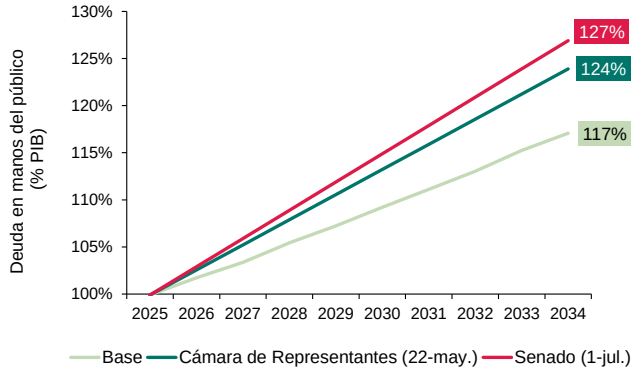
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El techo de deuda permaneció sin efecto desde 2023 hasta comienzos de este año, momento en que se restableció en 36,1 billones de dólares, el 124% del PIB en términos brutos. En el Congreso norteamericano, la Cámara de Representantes planteaba un aumento de 4 billones de dólares (14% del PIB), pero finalmente este se ha elevado en 5 billones, tal y como propuso el Senado para posponer la próxima actualización más allá de las elecciones legislativas (*midterm*) de 2026.

La "Gran y Hermosa" ley fiscal, en realidad, no es ni tan "grande" ni tan "hermosa".

Un aspecto fundamental es que la reforma NO considera una de las principales y ansiadas promesas en campaña de Trump: la reducción del tipo impositivo máximo sobre las sociedades al 15%, que, por tanto, se mantiene en 21%. El nuevo proyecto presupuestario amplía y extiende la reforma fiscal de 2017 *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA), con un enfoque más centrado en los hogares que en las empresas. Sin embargo, la disminución de los gastos (1,4 billones de dólares hasta 2034) se queda corta para compensar los menores ingresos de los recortes de impuestos (4,5 billones).

4. Pan para hoy, deuda para mañana

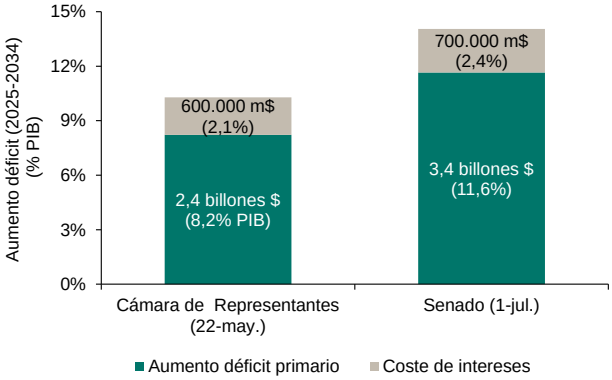


Deuda en manos del público y no deuda bruta.
Las estimaciones de deuda consideran el efecto aislado de la reforma fiscal sin tener en cuenta los ingresos por aranceles.
Fuente: CRFB y Banca March.

El alivio impositivo va a pasar factura como consecuencia del importante deterioro sobre las cuentas públicas durante la próxima década. Se estima que entre 2026 y 2028 impulse el déficit en un promedio de 1,7 p.p. anuales. Con miras a más largo plazo, la deuda en manos del público pasará de los 117% previstos sin la extensión del TCJA 2017, a aumentar 10 p.p. a 127%.

Irónicamente, en el vaivén del documento de una cámara a otra del Congreso para ser modificado y votado, su versión más avanzada terminó contemplando un aumento mayor del déficit: de los 2,4 billones de dólares acumulados en 10 años aprobados por la Cámara de Representantes a 3,4 billones en la versión del Senado.

5. En cada ronda de votación, más déficit



Fuente: CBO y Banca March.

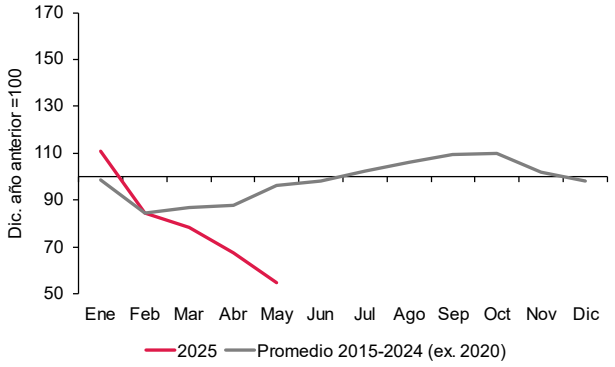
Entre las medidas que recoge la ley, se encuentra la extensión del TCJA de 2017 (aproximadamente un 1,3% del PIB en 2026), en la que destaca la reducción permanente de los tipos impositivos a las personas físicas, el aumento de la deducción estándar, las exenciones al impuesto sobre rentas altas y la extensión del crédito por hijos. A las empresas, se les aplicarán deducciones como la depreciación acelerada de ciertos activos y ventajas fiscales sobre gastos en investigación y desarrollo.

Entre las nuevas provisiones anunciadas en campaña (0,4% del PIB en 2026), figuran exenciones impositivas sobre las horas extra, las propinas y deducciones a personas mayores. En las partidas compensatorias de reducción del gasto destaca la eliminación de créditos a energía limpia y mayores restricciones a la cobertura de Medicaid, dos medidas que han suscitado un amplio debate.

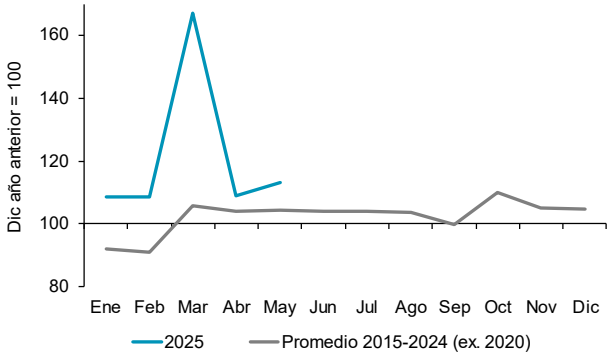
El comercio se reajusta al nuevo paradigma global: EE.UU. reduce las importaciones de China, mientras se produce un efecto anticipación y las compras de bienes europeos se aceleran.

Apenas tres meses después del caos arancelario generado en el *Liberation Day*, ya comienzan a evidenciarse cambios en el comportamiento de los agentes económicos internos y en las dinámicas comerciales entre países. Dentro de la propia economía estadounidense, las empresas empezaron a acumular inventarios desde enero, anticipándose a posibles disrupciones, mientras que los consumidores también adelantaron sus compras del extranjero, especialmente en marzo. Como consecuencia, en abril, se registró una caída en el total de importaciones estadounidenses.

6. EE.UU. reduce las importaciones desde China…



7. …y aumenta las procedentes de la UE



Fuente: US Census Bureau y Banca March.

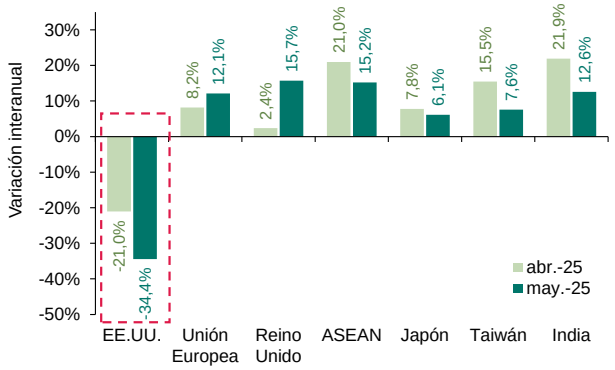
En el ámbito internacional, los efectos de los aranceles han generado dos patrones diferenciados entre China y la Unión Europea. En el caso de China –el socio comercial más castigado de forma selectiva– fue el primero en recibir la oleada inicial de tarifas en febrero, hasta alcanzar un incremento acumulado de 145 p.p. en abril. Como resultado, las importaciones estadounidenses procedentes de China han encadenado ya cuatro meses consecutivos de caídas. A pesar de que el 12 de mayo entró en vigor la moratoria temporal –que reduce los aranceles a China del 145% al 30% durante 90 días– las importaciones del mes retrocedieron. La contracción interanual fue del -41%, y el descenso fue aún más pronunciado en comparación con los niveles de principios de año, con un desplome del -51%. Aunque el comercio entre ambos países muestra signos de deterioro, se observan avances diplomáticos: además de la reducción temporal de aranceles, a finales de junio acordaron el restablecimiento del envío de tierras raras desde China hacia EE.UU, a cambio de una flexibilización de las restricciones impuestas por Washington sobre las exportaciones de semiconductores hacia el mercado chino.

Por el contrario, la Unión Europea, en 2025, ha registrado un fuerte incremento de la demanda de sus productos por parte de Estados Unidos. En particular, en marzo se observó un marcado efecto anticipación debido en gran medida a los productos orgánicos utilizados en la industria farmacéutica (importaciones 7 veces superior al promedio del año pasado). En cuanto a otros socios comerciales relevantes, México ha mantenido niveles de exportación estables. En cambio, Canadá ha salido más perjudicada, con importaciones estadounidenses procedentes del país que se han situado por debajo de sus niveles habituales durante los meses de marzo y abril.

China ante los aranceles: búsqueda de nuevos mercados, así como desvío de flujos comerciales a "países pantalla".

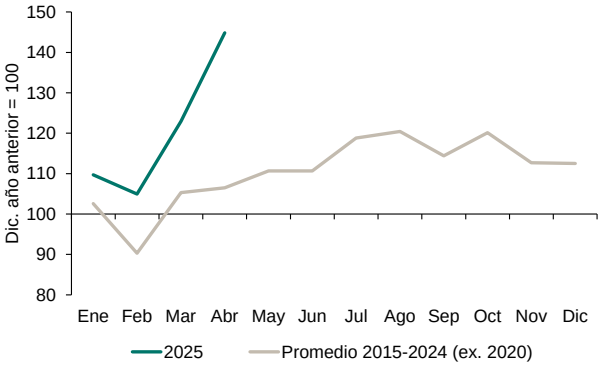
Ante el endurecimiento de las barreras comerciales impuestas por Estados Unidos, China ha reorientado sus exportaciones hacia Europa y el sudeste asiático. En cifras, las exportaciones de mayo hacia el país estadounidense cayeron bruscamente un -34%, mientras que aumentaron en otras regiones como la Unión Europea (+12%) y la ASEAN (+15%). Aunque aún es pronto para identificar patrones definitivos, de mantenerse esta tendencia, podría interpretarse que China está redirigiendo hacia Europa parte de los excedentes de producción que anteriormente se destinaban a Estados Unidos. En el caso de ciertos países asiáticos como Taiwán, Indonesia o Laos, el incremento de las exportaciones chinas hacia estos destinos, junto con el repunte de las importaciones estadounidenses desde los mismos –incluso en abril, cuando ya estaba en vigor el arancel universal del 10%– sugiere que estas economías podrían estar actuando como intermediarias para luego reexportar los bienes a Estados Unidos.

8. Exportaciones de China hacia otros países



Fuente: GACC y Banca March.

9. Las compras de EE.UU. desde Taiwán repuntan

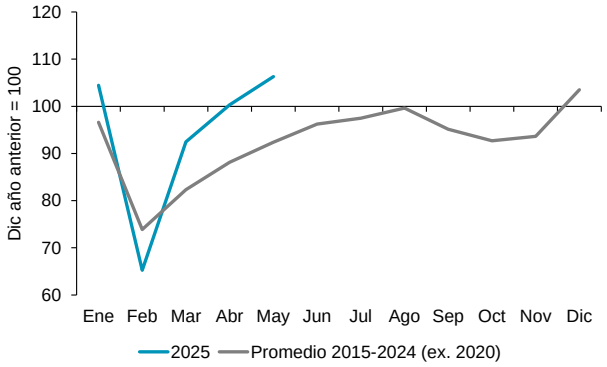


Fuente: US Census Bureau y Banca March.

Europa es el nuevo destino de las exportaciones de China un hecho que genera mayor competencia pero que también frenará las tensiones inflacionistas.

Las señales, aún moderadas, de una posible redirección de las exportaciones chinas desde Estados Unidos hacia la Unión Europea resultan coherentes si se considera la composición similar de los flujos comerciales hacia ambos destinos. En particular, los bienes de consumo final –como la electrónica de consumo, los textiles y los juguetes– tienen un peso significativo en las exportaciones chinas tanto a EE.UU. como a la UE.

10. Exportaciones de China a la UE



Fuente: GACC y Banca March.

En la anterior guerra comercial entre EE.UU. y China, durante el mandato Trump 1.0., aunque de menor intensidad que la actual, ya se observó una redistribución de los flujos comerciales. Entre 2017 y 2019, la participación de Estados Unidos en las exportaciones chinas se redujo en -2,4 p.p., mientras que la de la Unión Europea aumentó en +0,6 p.p., reflejando una tendencia de diversificación que podría estar repitiéndose.

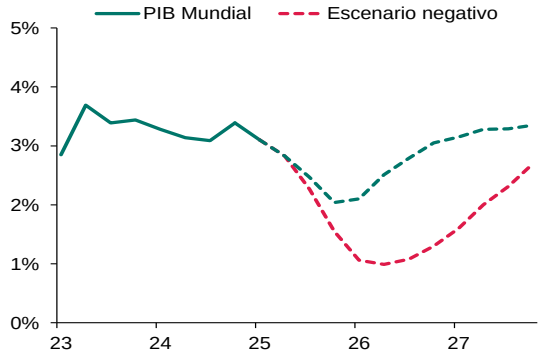
De mantenerse esta dinámica, el impacto sobre los precios al consumidor en Europa podría ser significativo. La mayor llegada de bienes de consumo final –representan la mitad de las exportaciones de China a EE.UU.– contribuiría a contener las presiones inflacionistas, al aumentar la competencia y ampliar la oferta. En cambio, los bienes intermedios, aunque también presentes en estas exportaciones, tendrían un efecto más gradual, al influir primero en los costes de producción antes de trasladarse a los precios finales.

Anticipamos una desaceleración ordenada de la actividad para el segundo semestre.

Con este punto de situación, de cara a la segunda mitad del año nos encontramos con unos aranceles que consideramos estarán situados en niveles compatibles con una desaceleración ordenada de la actividad global y en particular, de la propia economía estadounidense, que será una de las más afectadas frente a las previsiones que manejábamos al comienzo de este 2025.

Desde nuestro punto de vista, prevemos que el arancel efectivo promedio aplicado por Estados Unidos se sitúe en torno a lo prometido en la campaña electoral, un 17%. En nuestro peor escenario, podría aplicarse hasta un 23,5%, inferior a lo anunciado en el *Liberation Day* (36%). En este sentido, anticipamos que la economía global irá perdiendo dinamismo de forma gradual, aunque seguimos considerando que se evitará una recesión. En concreto, el crecimiento mundial se moderará hasta un avance del +2,5%, frente al +3,3% del año pasado (gráfico 11).

11. Escenarios PIB mundial (*)



(*) Escenario negativo = tras la pausa de 90 días entran en vigor las subidas de tarifas del *Liberation Day*.
Fuente: OE y Banca March.

Este crecimiento mundial se verá penalizado por la desaceleración más intensa de Estados Unidos, afectada en mayor medida por el incremento de los costes de importación, y también, un menor dinamismo de la inversión y del consumo ante la falta de visibilidad sobre la evolución futura de la política económica. Asimismo, la política monetaria todavía se encuentra en niveles restrictivos, lo que frena una posible "reaceleración". Todo ello, se traducirá en un menor crecimiento previsto para este año, donde el avance del PIB se situará en +1,5% frente al +2,8% de 2024.

Frente a ello, la economía de la zona euro mantendrá un crecimiento lento pero sostenido: el avance del PIB esperado es del +1%, una ligera aceleración frente al +0,8% del año pasado que se explica por dos factores. Un primer apoyo vendrá por unos tipos de interés oficiales más reducidos, que están ya en el 2%, la mitad que hace un año, y niveles que reflejan una política monetaria neutral por parte del BCE. En segundo lugar, aunque es previsible que Europa tarde algo más que otros países en alcanzar un acuerdo comercial con Estados Unidos, el impacto directo de los aranceles podría verse atenuado por el impulso fiscal previsto en la región. Este vendría, por un lado, del aumento del gasto en defensa, y, sobre todo, del ambicioso programa de estímulo fiscal anunciado por el nuevo gobierno alemán, que incluye un fuerte plan de inversión en infraestructuras y reducciones significativas en los impuestos directos a las empresas.

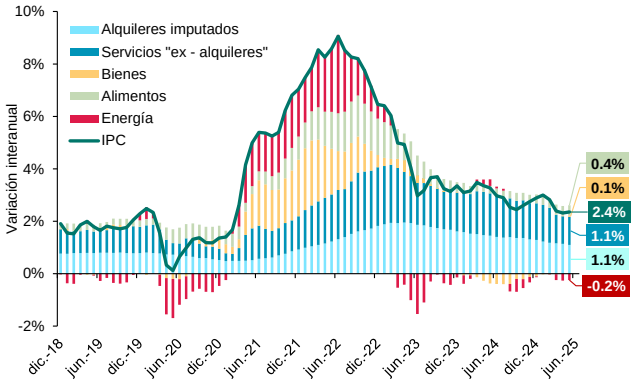
Finalmente, en China, los fuertes gravámenes estadounidenses que tendrán que soportar sus productos y un sector inmobiliario todavía en proceso de ajuste, frenarán dos de sus habituales motores de crecimiento: exportaciones y construcción. En este contexto, los estímulos monetarios y fiscales solamente paliarán parte de los efectos negativos y su crecimiento difícilmente repetirá el +5% del año pasado.

Los mayores aranceles tensionarán temporalmente la inflación en Estados Unidos…

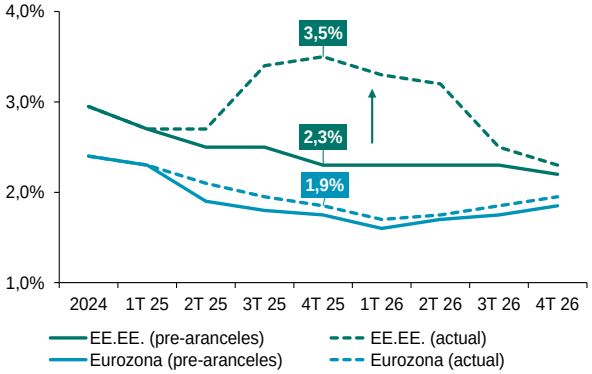
En cuanto a la inflación, consideramos que vamos a ver una divergencia temporal a ambos lados del Atlántico, dado que la imposición de aranceles significará una subida de los costes y de los precios de los bienes de consumo, lo que elevará en mayor proporción la inflación en Estados Unidos.

Si bien es cierto que, hasta el momento, el impacto de los aranceles se ha mantenido contenido, consideramos que, en los próximos meses, veremos cómo tanto las empresas minoristas como las manufacturas tendrán que repercutir a los clientes el impacto de los mayores costes de importación para defender sus márgenes.

12. Inflación EE.UU.: contribución por componentes



13. La inflación en una senda divergente



Fuente: Bloomberg, Fed de Boston y Banca March.

Una tendencia está apareciendo paulatinamente en los últimos datos de inflación, siendo que, tras tres meses de descenso, el IPC volvió a repuntar en mayo, subiendo una décima hasta el +2,4%. Mirando los componentes, energía y servicios frenan las presiones inflacionistas, mientras que los precios de los bienes comienzan a repuntar, aunque todavía de forma contenida (gráfico 12).

En este apartado, para encontrar los primeros efectos de las mayores tasas arancelarias, hay que desgranar mucho los componentes y aún existen datos confrontados: como ejemplo, en mayo los precios de los bienes duraderos se incrementaron un +0,2% mensual, pero con cifras sorprendentes como el retroceso de los precios de los automóviles y camiones que cayeron un - 0,5% y -0,3% mensual, respectivamente – esto a pesar de que ya estaban vigentes los aranceles sobre los autos –. En el extremo opuesto, encontramos mayores presiones inflacionistas derivadas de los incrementos arancelarios en los precios de ciertos bienes como los grandes electrodomésticos (+4,3% mensual), juguetes (+2,2%) o en equipos de audio y fotografía (+1,6%). Unos productos que comparten características específicas: son bienes finales y que en gran medida son importados de China, pero que su peso en la cesta de la compra es reducido – apenas representan el 2,3% del IPC total–.

Desde nuestro punto de vista, y dado que de media en Estados Unidos el 55% de los bienes importados se destina directamente a consumo final, pero el otro 45% son bienes intermedios, el traspaso de la subida de los aranceles a los precios no es inmediato, dado que funciona como una tasa que debe pagarla, en primer lugar, el importador y después trasladarla al precio final. Por ello, anticipamos que el mayor repunte de la inflación vendrá en la segunda mitad del año (gráfico 13).

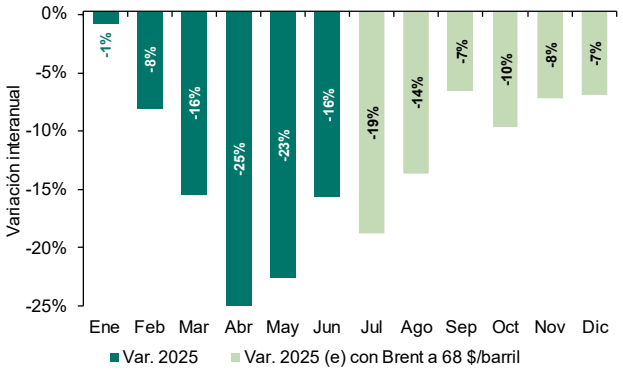
Por su parte, en la zona euro la inflación ha logrado situarse en los objetivos del BCE con el IPC frenándose hasta +2% interanual en mayo. En nuestro escenario central, en el que las negociaciones con Estados Unidos llegan a buen puerto y se evita que la UE adopte represalias arancelarias sobre los productos estadounidenses importados, esperamos que la inflación de la región se mantenga contenida, frenada por un avance del PIB todavía modesto y por la desaceleración de los salarios.

Sin embargo, los últimos acontecimientos geopolíticos sesgan al alza los riesgos sobre la inflación y en particular en Europa que es más dependiente de las compras de energía desde el exterior.

… si bien la moderación de los precios de la energía, tras la irrupción de EE.UU. en el conflicto con Irán, actuarán como viento a favor.

Tras el alto al fuego acordado entre Israel e Irán, los peores escenarios –que implicaban un cierre parcial o total del estrecho de Ormuz, por donde circula casi un 20% del consumo mundial de petróleo– han ido perdiendo fuelle. Esta paz, por más temporal que sea, ha provocado una fuerte caída del precio del crudo. Una situación que seguirá apoyando el proceso de desinflación en los próximos meses. Solo con que el precio del petróleo se mantuviera en los niveles actuales, el impacto sobre la inflación sería negativo hasta abril del próximo año, asistiendo a caídas interanuales en el coste de la energía que se sitúan entre el -7% al -20%, contrarrestando parcialmente el efecto negativo de los aranceles.

14. Variación interanual Brent



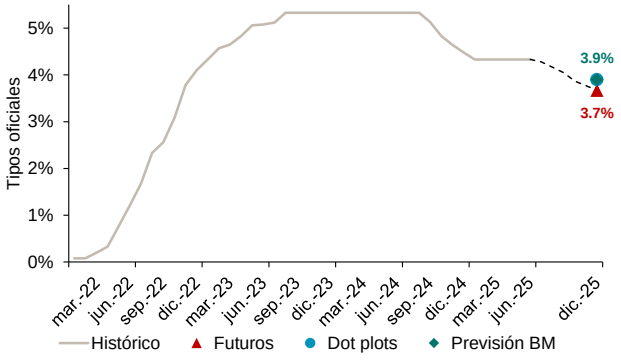
Fuente: Bloomberg y Banca March.

BANCOS CENTRALES

Pausa veraniega. La Reserva Federal como pronto recortará en septiembre –seguimos anticipando dos rebajas de tipos oficiales para este año–, mientras que no prevemos movimientos adicionales por parte del BCE.

Con la incertidumbre como telón de fondo, la autoridad monetaria liderada por Powell se ha aferrado a su postura de "esperar y ver", adentrándose en el receso estival sin haber alterado el precio del dinero. Pensamos que la primera bajada de tipos oficiales se producirá después de la pausa veraniega –posiblemente en el encuentro de septiembre o incluso el de octubre– y la segunda en diciembre.

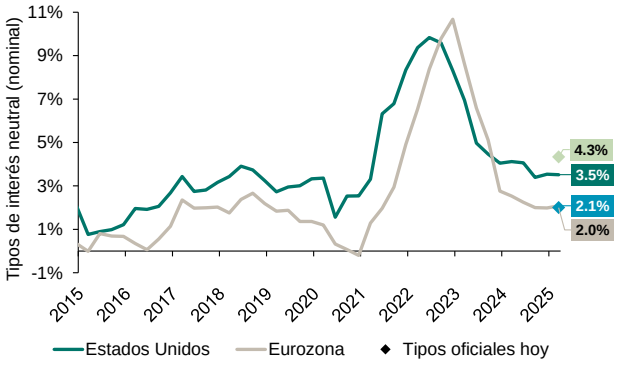
15. Fed: previsiones de tipos oficiales



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por más que el desplome en el precio del crudo ofrezca un cierto margen de maniobra –-9% en lo que va de año, consecuencia del alto al fuego entre Irán e Israel–, no hay prisa para recortar los tipos oficiales hasta que la incertidumbre comercial generada por la Administración norteamericana entre en una nueva fase de certezas.

16. Tipos neutrales vs. oficiales



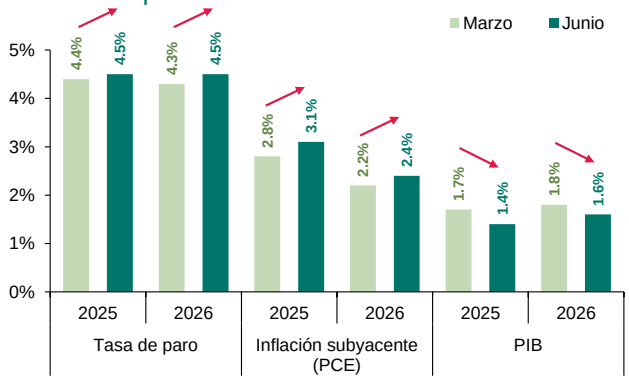
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En cuanto al BCE, consideramos que los tipos de interés vigentes están bien posicionados para navegar el desasosiego de los próximos meses. En este caso, al efecto favorable de los precios de la energía se suma la fuerte apreciación del euro frente al billete verde (EURUSD +13,8% en el año) y unos niveles de inflación más alineados con los objetivos del banco central (+2% en junio), lo que llevó a la autoridad a recortar el precio del dinero hasta niveles cercanos a la neutralidad –tasa de interés teórica que no estimula ni restringe la actividad económica–. Para calcular este tipo de equilibrio –también conocido como R*–, se emplean datos sobre el PIB real, la inflación y un tipo de interés a corto plazo para extraer las tendencias del crecimiento económico y otros factores que influyen en el cómputo del R*.

En definitiva, se repite el escenario observado a comienzos de año en el que la Fed y el BCE se mueven de manera desacompasada, aunque con los roles invertidos para el segundo semestre. Esta vez será la Reserva Federal la que la que adoptará una política monetaria más laxa –los tipos oficiales aún se sitúan 80 p.b. por encima de la neutralidad– a medida que los aranceles comiencen a impactar negativamente en la actividad, mientras que el BCE optará por un enfoque más pasivo.

La Reserva Federal no tiene prisa ante los efectos generados por la incertidumbre arancelaria.

17. EE.UU.: previsiones Reserva Federal



Fuente: Fed y Banca March.

Tal y como ha anticipado la Fed en sus nuevas previsiones macroeconómicas de junio, creemos que los aranceles implicarán un crecimiento menos dinámico, un mercado laboral menos efervescente –aunque aún bastante sólido– y una inflación al alza.

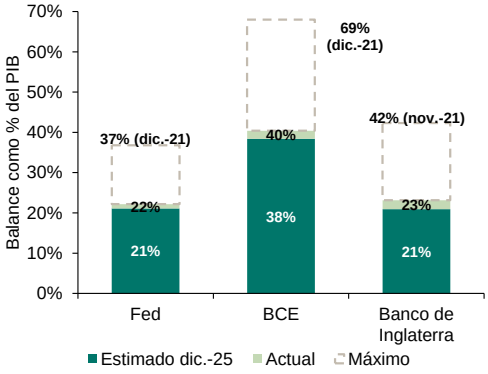
Este escenario menos benigno obligará a la institución a rebalancear los riesgos de su mandato dual. En este sentido, pensamos que la Fed priorizará su objetivo de inflación en el corto plazo y que no dará el brazo a torcer a menos que la economía se deteriore de manera repentina.

La reducción balances continúa su ritmo y alcanzará niveles prepandémicos a finales de año.

Misma dirección para la Fed y el BCE, aunque diferentes velocidades en la reducción de sus balances

Por un lado, la autoridad monetaria estadounidense ha establecido desde abril un límite mensual de reducción de 40.000 M$ –5.000 M$ en bonos del Tesoro y 35.000 M$ en cédulas hipotecarias–, muy por debajo de los 95.000 M$ de 2022. En el caso del BCE, desde comienzos de este año, la entidad ha dejado de renovar los vencimientos asociados al programa de compras de activos pandémicos –PEPP por sus siglas en inglés– que representa un 24% de los activos totales. Asimismo, desde julio de 2023 no se renuevan los vencimientos del programa de compra de activos –APP por sus siglas en inglés–.

18. Balance como % del PIB



Fuente: Bloomberg y Banca March.

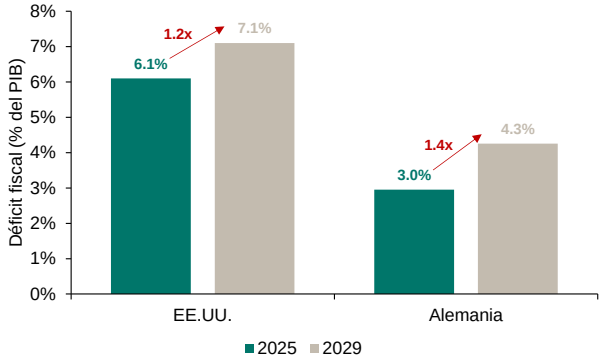
Como resultado, esperamos que la Fed reduzca su hoja de balance hasta el 21% del PIB a finales de diciembre (-2,4 p.p. en el año), situándose ligeramente por encima del 19% previo al inicio de la pandemia. En cambio, el BCE hará lo propio hasta alcanzar el 38% del PIB (-3,5 p.p.), por debajo del 39% registrado a comienzos de 2020.

RENTA FIJA

Las presiones sobre los déficits fiscales y la deuda restan atractivo a la duración. Permanecemos neutrales tras reducir exposición en niveles del 4% en el caso del bono a 10 años estadounidense.

A ambos lados del Atlántico, tanto el Gobierno de Estados Unidos como el de Alemania avanzan hacia un mismo destino: un aumento del déficit fiscal y de la deuda –en EE.UU. la deuda sobre PIB en manos del público se incrementará en +15 p.p. hasta 2030, mientras que en el país teutón la deuda bruta crecerá +9 p.p. en el mismo periodo–. Aunque los puntos de partida difieren significativamente entre ambas regiones, pensamos que el desenlace será similar. En concreto, consideramos que la rentabilidad exigida al 10 años estadounidense (4,4%) y alemán (2,6%) no compensa el riesgo de la política fiscal expansiva que se está por llevar a cabo en cada país.

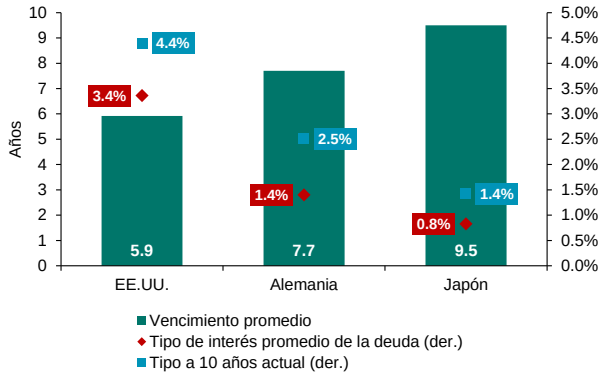
19. EE.UU. vs. Alemania: previsiones de déficit (*)



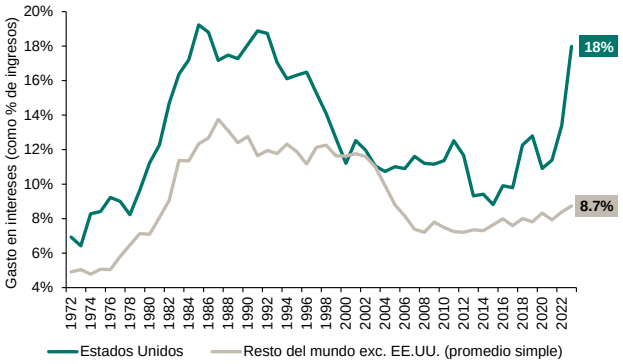
(*) EE.UU.: se incluyen los efectos del One Big Beautiful Bill Act y la recaudación de tarifas. Alemania: se incorporan los planes de gasto en defensa e infraestructura.
Fuente: FMI, The Budget Lab (Yale) y Banca March.

Adicionalmente, los actuales y elevados niveles de tipos de interés repercutirán negativamente a la hora de incurrir en deuda nueva. A modo de ejemplo, Alemania ha venido financiando su deuda a un tipo promedio cercano al 1,4%, muy por debajo de las Tires actuales –entre el 2% y el 3%–. Lo mismo sucede en otras regiones como son Japón y EE.UU. En este último caso, el excesivo gasto en intereses (como porcentaje de los ingresos fiscales) agrava aún más la situación. En números, el desembolso en concepto de intereses representa casi un quinto de la recaudación, unos niveles no vistos desde 1992 y muy alejado de otros países como puede ser Alemania (1,5% de los ingresos), Italia (8,9%), o el Reino Unido (9%).

20. Vencimiento promedio de la deuda soberana vs. tipos de interés



21. Gasto en intereses (como % de los ingresos)



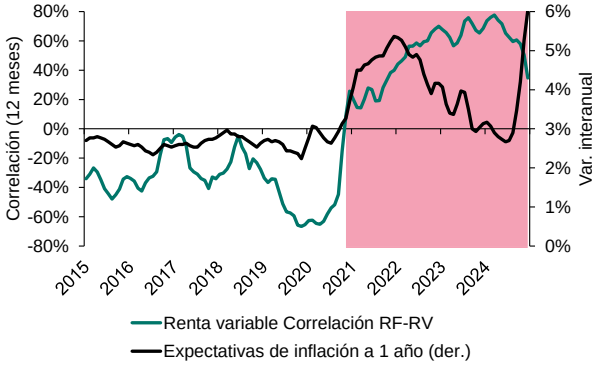
Fuente: Banco Mundial, BIS, Eurostat, Ministry of Finance Japan, U.S. Treasury y Banca March.

La reaparición del fantasma inflacionista en medio de una guerra tarifaria reafirma nuestra postura de mayor cautela.

Unos aranceles como los que actualmente están en vigor, casi seis veces superiores a los que había a comienzos de año, generan presiones inflacionarias, un factor que reduce la capacidad diversificadora de la renta fija. En el caso de EE.UU., cuando la inflación supera el +3%, históricamente se observa una correlación positiva entre la renta fija y la renta variable.

Esto se debe a que los *shocks* inflacionarios elevan la rentabilidad exigida de los bonos, lo que impacta negativamente en las valoraciones de las acciones.

22. EE.UU.: correlación renta fija-renta variable vs. expectativas de inflación



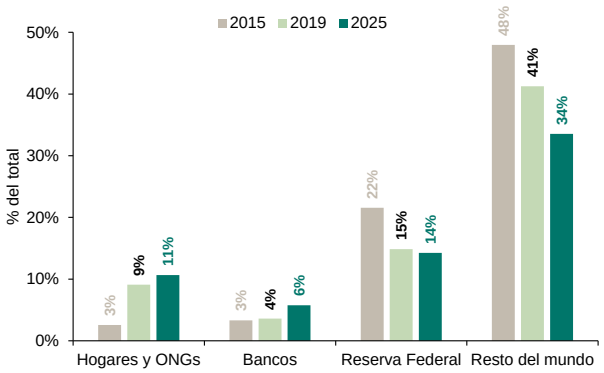
Fuente: Bloomberg y Banca March.

No obstante, en EE.UU., la desregulación del sistema bancario podría actuar como un viento a favor para la deuda soberana, aunque pensamos que su impacto será limitado.

Recientemente, la Reserva Federal ha aprobado una reforma que flexibiliza los requerimientos de capital de los bancos, reduciendo la ratio de apalancamiento mejorado (eSLR por sus siglas en inglés) de los grandes bancos del 5% a un 3,5%-4,5%. Con esta medida se pretende, entre otras cosas, aumentar la capacidad de intermediación de las entidades financieras, especialmente en mercados clave como el de deuda pública.

En la actualidad, los bancos poseen aproximadamente 1,55 billones de dólares en bonos del Tesoro, lo que apenas representa un 6% del total en circulación, muy por debajo del 25% que mantenían 50 años atrás. Con esta relajación regulatoria, se estima que se liberarían entre 180.000 y 200.000 M$ en capital adicional, equivalente a un 12% de su exposición total a bonos del Tesoro.

23. % de tenencia de bonos del Tesoro



Fuente: Fed y Banca March.

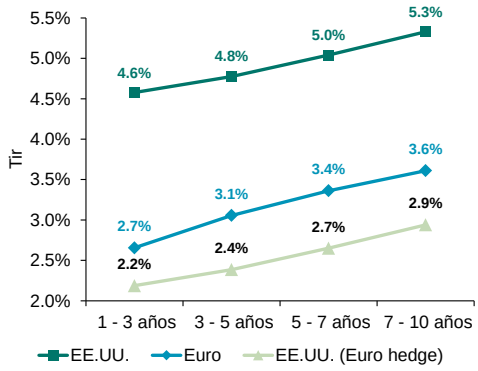
Sin embargo, pensamos que los bancos destinarán gran parte de este capital excedente a programas de recompra de acciones y distribución de dividendos. Así lo anunciaron a comienzos de semana algunas de las mayores entidades financieras tras superar las pruebas de estrés de la Reserva Federal. Además, factores estructurales como los mencionados anteriormente –una inflación al alza y unas cuentas públicas menos equilibradas– seguirán ejerciendo presión sobre las Tires, lo que refuerza nuestra postura de cautela respecto a la duración.

La ampliación de los diferenciales de tipos de interés entre EE.UU. y la zona euro encarece los costes de cobertura y favorece al crédito europeo.

La diferencia en el ritmo al que la Fed y el BCE están recortando el precio del dinero, ha generado una brecha cada vez más significativa entre ambas regiones. Mientras que la entidad estadounidense ha reducido los tipos de interés en apenas -1 p.p. –del 5,25% al 4,25%–, el BCE ha sido el doble de agresivo, recortando -2 p.p. –del 4% al 2%–.

Con esto, si bien el nivel de tipos de interés es superior al otro lado del Atlántico, los inversores europeos que no deseen estar expuestos al riesgo divisa deberían pagar unos costes de cobertura cercanos al 2,4%, llevando las Tires de IG norteamericano a niveles por debajo de su comparable europeo.

24. Tir crédito IG por regiones



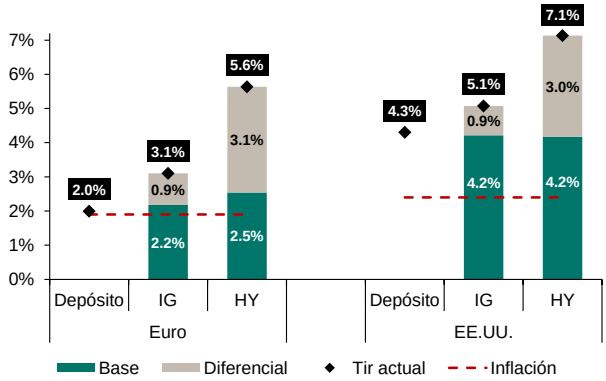
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Dentro de la zona euro, los niveles actuales de inflación exigen asumir más riesgo para obtener una rentabilidad real positiva. Mantenemos nuestra preferencia por el segmento europeo de buena calidad gracias a unos fundamentales más sólidos.

Con unos precios de la zona euro viajando a ritmos del +2% interanual, los activos de muy corto plazo –depósitos o fondos monetarios– ofrecen una rentabilidad real prácticamente nula.

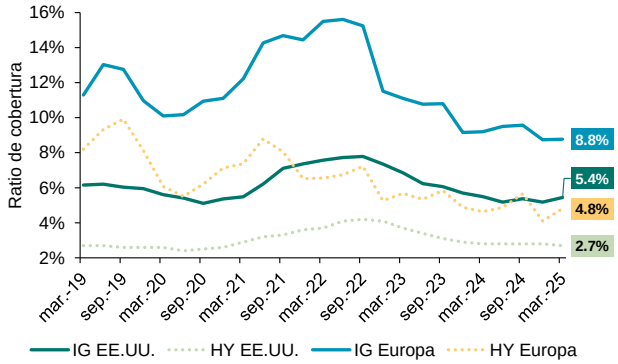
A medida que las curvas continúan ganando pendiente, pensamos que el crédito representa una mejor alternativa para preservar el capital. En concreto, nos decantamos por la parte media de la curva –de 3 a 5 años– que ofrece un mejor binomio rentabilidad riesgo.

25. Tir por segmentos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

26. Ratios de cobertura por segmento

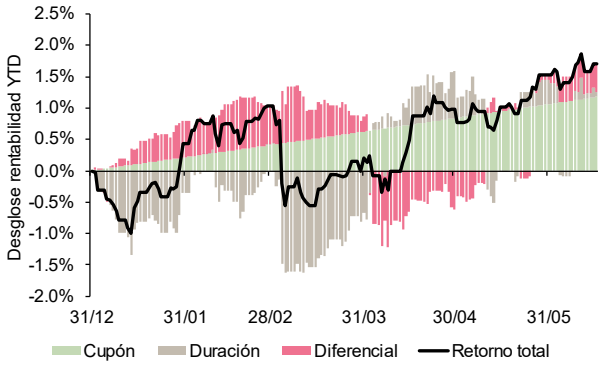


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por otro lado, en términos de calidad, la renta fija corporativa europea IG presenta unas ratios de cobertura –EBITDA/gasto en intereses– del 8,8%, muy superior a su análogo estadounidense (5,4%) y claramente al HY.

Con todo, ante unos diferenciales estables, lo importante será el *carry*.

27. Desglose rentabilidad IG euro



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Frente a unos diferenciales estrechos en términos históricos, es el *carry el que* seguirá aportando rentabilidad de manera constante. Por su parte, la duración propia del IG europeo (4,5 años vs. 2,8 del HY) actuará como soporte en situaciones de mayor volatilidad, tal como lo hizo tras el *Liberation Day*.

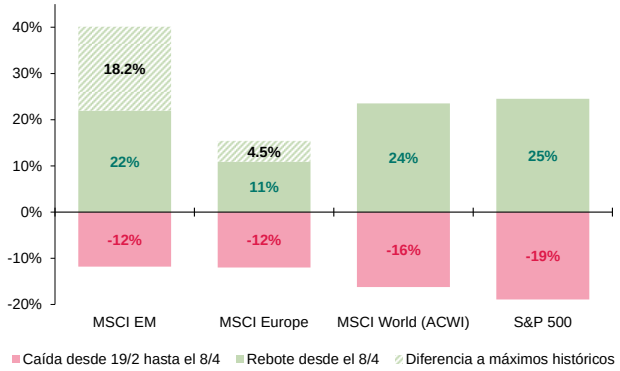
RENTA VARIABLE

Wall Street se sacude los temores y marca nuevos máximos históricos.

La incertidumbre comercial, los conflictos geopolíticos y las presiones de Trump a la independencia de la Fed, con amenaza de relevo prematuro de Powell, no han impedido nuevos máximos históricos en EE. UU. de la mano de la tecnología y servicios de comunicación –explican un 60% de la subida del S&P 500–. Son nuevas cotas que llegan tras asistir a cifras históricas de recompra de acciones propias –para 2025 se esperan recompras de 1 billón de dólares, +6% vs. 2024, impulsadas por el crecimiento de los beneficios de la tecnología y condiciones financieras más laxas–, unido a unos resultados resilientes y a la expectativa de menores aranceles vs. el escenario más pesimista de abril.

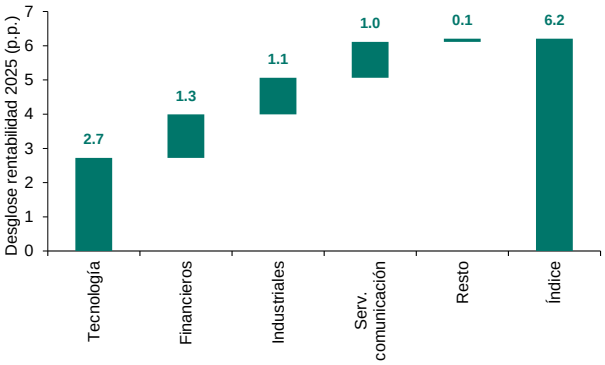
28. La bolsa se acerca a la casilla de salida

Caída máxima desde *Liberation Day* y rebote desde mínimos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

29. S&P 500: la tecnología lidera la contribución

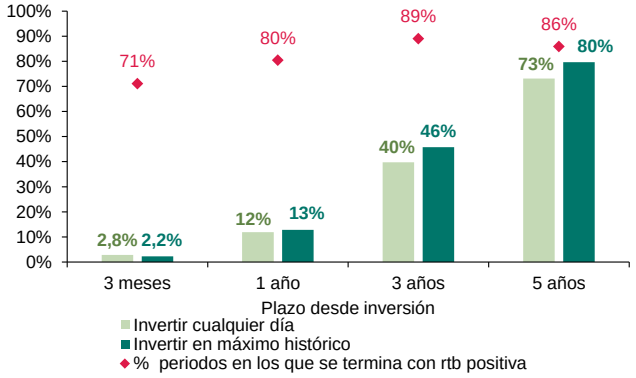


Sobresale la recuperación del +25% del S&P 500 desde el *Liberation Day*, evolución que permite cerrar el diferencial de comportamiento frente a la bolsa europea –MSCI Europe +8,9% anual vs. S&P +6,1%–, tras firmar el Viejo Continente su mejor comienzo relativo de año desde el 2000. En este avance las 7 Magníficas recobran el protagonismo por momentos, gracias a resultados mejores de lo previsto, los menores temores macro y el renovado apoyo inversor a la inteligencia artificial. Como muestra los nuevos máximos de Microsoft, Nvidia y Meta, que en conjunto firman el 50% del avance del S&P 500.

Por sectores, en el último mes asistimos al claro liderazgo de la tecnología (+10,6%) y servicios de comunicación (+7,8%), en contraste a la caída vista en consumo defensivo (-1,7%). En el año, industriales (+16,5%) y financieros (+14,8%) lideran las alzas (+9,8%), frente al comportamiento plano de consumo discrecional y salud.

Sin un deterioro económico severo, la mejor opción sigue siendo permanecer invertidos. Los mercados alcistas suelen prolongarse durante 5 años, en los que la mayoría de los máximos no son el final de ciclo.

30. Invertir en máximos, una buena estrategia

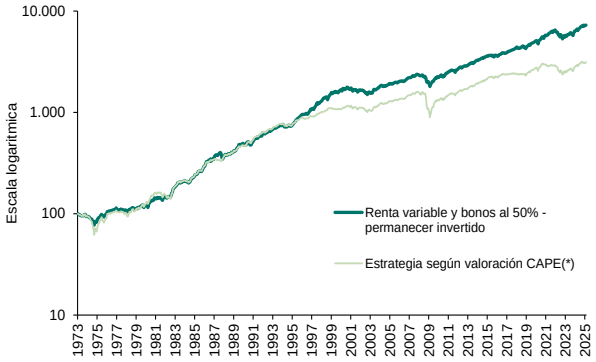


Fuente: Refinitiv y Banca March.

A pesar de la incertidumbre arancelaria, la economía aguanta y continúa la expansión, aunque a un ritmo más moderado. En este marco, los máximos bursátiles no deben suponer limitaciones para permanecer invertidos, ya que comprar en los niveles actuales, paradójicamente, supone una buena estrategia a largo plazo, con el 86% de los periodos con retornos positivos y superando a comprar de manera aleatoria.

Por otro lado, las valoraciones alcanzan niveles exigentes, actualmente muy cerca del percentil más alto de los últimos 10 años. Sin embargo, la valoración como único factor de inversión tampoco ha servido para batir una estrategia de permanecer invertidos el 100% del tiempo. Por ejemplo, una estrategia basada exclusivamente en el CAPE *(Cyclically adjusted price to earnings)* —pasando a 100% bonos cuando se encuentra en el percentil 90 o superior, manteniendo una asignación 50/50 entre los percentiles 10 y 90, y optando por 100% renta variable por debajo del percentil 10— ha generado retornos inferiores a los de una cartera mixta compuesta por 50% S&P 500 y 50% bonos del Tesoro estadounidense.

31. Las altas valoraciones no justifican estar fuera de mercado



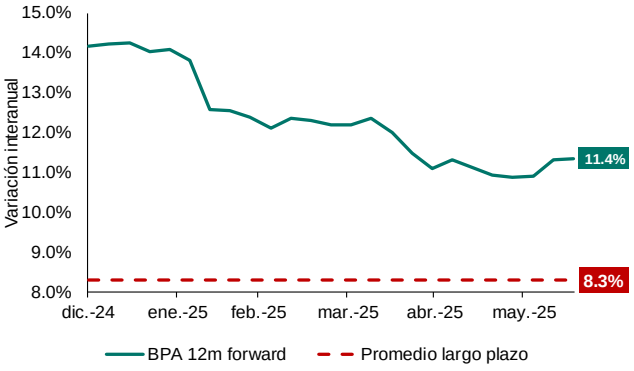
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Por ello, mantenemos una postura neutral respecto a la renta variable, y constructiva ante la posible volatilidad derivada del fin de la moratoria, en la que las negociaciones podrían intensificarse. Todo ello teniendo en cuenta el umbral de tolerancia al dolor de la actual Administración y su intención de no interrumpir el ciclo expansivo.

El 2T prolongará la senda de crecimiento de los beneficios, con la tecnología a la cabeza.

La temporada de resultados del segundo trimestre arrancará a mediados de mes con los grandes bancos estadounidenses. Tras un sólido 1T25 (+13,7% en BPA, +5% en ingresos), se espera que el crecimiento continúe, aunque a un ritmo inferior mientras se aguarda al cierre de acuerdos comerciales. La previsión apunta a un crecimiento del +6% en BPA, liderado por la tecnología (+32%) y comunicaciones (+17,6%) frente a una caída del -25% en energía. Excluyendo este sector, el BPA subiría un +8% y los ingresos un +5%.

32. S&P: crecimiento BPA 12m forward

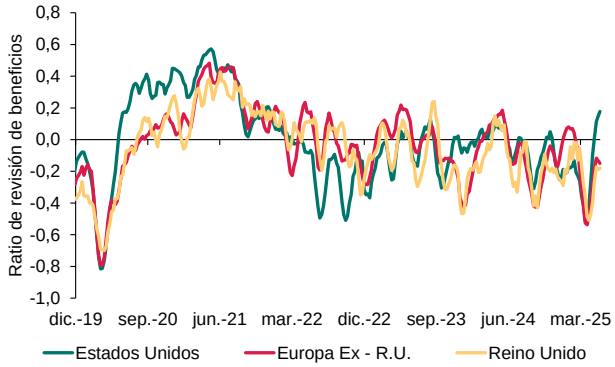


Fuente: Refinitiv y Banca March.

El optimismo con el que encaramos la fase final de las negociaciones comerciales, y asumiendo que las revisiones sigan la tónica habitual –estimaciones a priori conservadoras, que son habitualmente batidas–, el crecimiento de los beneficios podrá incluso acercarse al doble dígito. En el conjunto del ejercicio, y pese a la revisión a la baja de las estimaciones de beneficios vista en al año, los resultados permanecen resilientes, con expectativa de crecimiento 25e del +11,4% más de 3 p.p. por encima de su promedio histórico.

La confianza esta retornando a los mercados, lo que detiene las revisiones a la baja en los beneficios y permitirá mantener el crecimiento de la inversión empresarial.

33. Las revisiones a la baja se detienen o mejoran



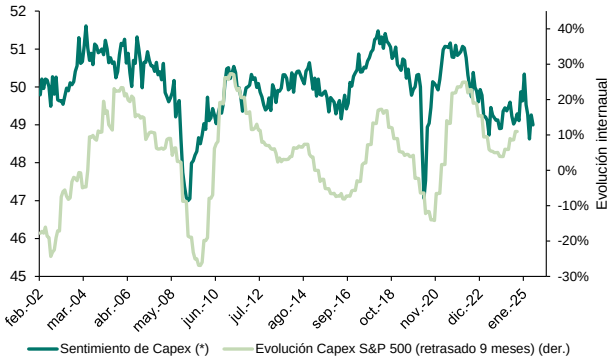
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El efímero y limitado conflicto entre Israel e Irán, junto a la búsqueda de acuerdos comerciales han servido de catalizador para una recuperación en la confianza empresarial como del sentimiento del consumidor, justo en los albores del final de la moratoria.

Esto ha tenido un doble efecto: por un lado, se ha frenado la revisión a la baja de las expectativas de beneficios; por otro, se ha mantenido activo el motor de la inversión empresarial. En cuanto a los beneficios, el ratio de revisiones mejora, especialmente en Estados Unidos, que vuelve a ser positivo, lo que oficialmente da por finalizado el periodo de recortes de expectativas de beneficios posteriores al *Liberation Day*.

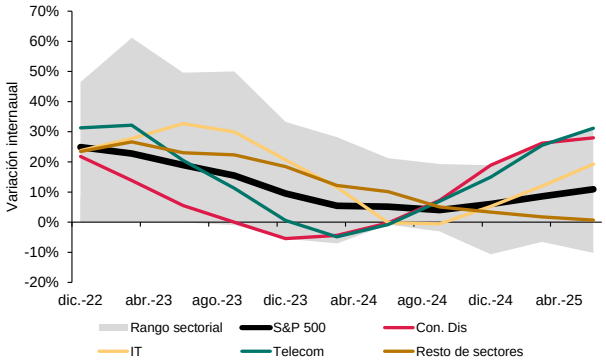
Asimismo, la incertidumbre trajo cierta paralización en los planes de inversión, con un desplome de las expectativas de inversión en el mes de abril que rápidamente se ha dado la vuelta en los dos últimos meses. El agregado de los indicadores de las cuatro Reservas Federales regionales es un buen predictor de la evolución del capex, por lo que su rápida recuperación nos indica que el crecimiento de la inversión empresarial continuará en los próximos meses. Además, la inversión empresarial sigue enfocada en los sectores más relacionados con la IA y la tecnología (Microsoft y Oracle), servicios de comunicación (Meta y Alphabet) y consumo discrecional (Amazon)–. Estos tres sectores presentan un crecimiento diferencial y suponen un tercio del total de la inversión del S&P 500 –excluyendo financieros–.

34. Expectativas de inversión y capex S&P 500



(*) Expectativas de capex normalizadas de las encuestas de la Fed de Filadelfia, Nueva York, Dallas y Richmond.
Fuente: Refinitiv y Banca March.

35. Los sectores IA dominan la inversión



Fuente: Bloomberg y Banca March.

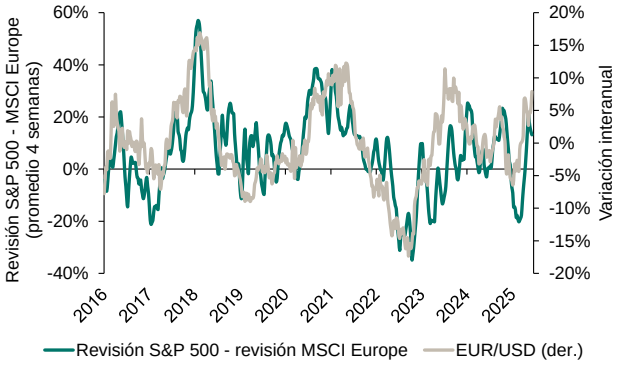
Por tanto, en el caso de que la política arancelaria se consolide dentro de los parámetros actuales, la reducción en la variabilidad tarifaria permitirá mantener un crecimiento de beneficios aceptable y no debería detener la maquinaria de inversión empresarial en los próximos meses.

Estados Unidos seguirá ganando terreno gracias a la recuperación de la tecnología, la mayor calidad de sus empresas y un dólar más débil que apoyará los resultados del segundo trimestre

Las dudas que surgieron a comienzos de año en torno a las tecnológicas estadounidenses, junto con el impulso fiscal en Alemania, situaban a las bolsas europeas en una posición de ventaja. Sin embargo, desde el mínimo anual registrado el 8 de abril, la escasa evidencia de una disrupción en los planes de inversión del sector tecnológico, sumada al deterioro de los beneficios empresariales europeos debido a la incertidumbre arancelaria, han provocado un cambio de tendencia a favor de Estados Unidos —+24,4% frente a 10,6%—, reduciendo el diferencial hasta apenas 2 puntos porcentuales en lo que va de año —6,1% vs. 8,9%—. En nuestra opinión, esta dinámica se mantendrá durante la segunda mitad de 2025.

Consideramos que la calidad empresarial seguirá siendo un factor clave para determinar los retornos a medio plazo. El ROE de los últimos 12 meses se sitúa en el 18,4% en EE. UU., frente al 11,3% en Europa, con la mayoría de los sectores estadounidenses mostrando ratios superiores a los de sus homólogos europeos. Asimismo, se espera que el crecimiento de beneficios para los próximos 12 meses continúe siendo más sólido en Estados Unidos que en Europa —+11,4% frente a +6,9%—. Ambos elementos respaldan unas valoraciones más exigentes para el mercado estadounidense. Además, si se excluye el efecto de las "Siete Magníficas", el S&P 493 cotiza con un descuento del 5% respecto al MSCI Europe.

36. Las revisiones a la baja se detienen o mejoran



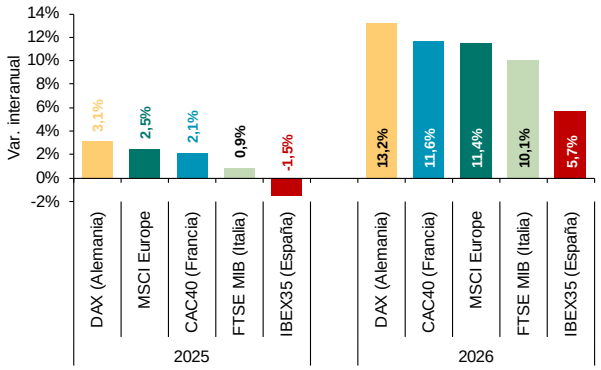
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Finalmente, de cara a la presentación de resultados, la debilidad/fortaleza del dólar/euro está contribuyendo a que se estén revisando los beneficios de las empresas americanas, por encima de las cifras europeas, estas últimas más exportadoras –tres cuartas partes de las ventas vienen de fuera– y más afectadas por el efecto divisa.

El despliegue de los estímulos en Alemania impulsará el crecimiento diferencial de beneficios, lo que permitirá a las bolsas germanas liderar los resultados para 2026.

En Europa, nuestro posicionamiento sigue centrado en Alemania como principal beneficiado del potente paquete de estímulos por desplegar. En concreto Berlín anunció un plan de inversión pública sin precedentes: prevé movilizar 500.000 M€ en infraestructuras clave –movilidad, energía, digitalización–, acometer un incremento histórico del gasto en defensa, hasta alcanzar el 3,5% del PIB en 2029, además de anunciar un recorte fiscal de 46.000 M enfocado en incentivar la inversión empresarial mediante rebaja de impuestos y amortizaciones aceleradas.

37. Alemania: evolución esperada beneficios



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Con este plan de fondo, y teniendo en cuenta la elevada sensibilidad de Alemania al ciclo económico –cada punto de crecimiento de PIB germano aporta 5 puntos al incremento de beneficios–, nos parece interesante insistir en la toma de posiciones ante el mayor crecimiento esperado de la economía y beneficios empresariales del país. En concreto, los resultados de las compañías alemanas crecerán de manera diferencial en 2026 –+13% frente al +11% del MSCI Europe–, siendo la bolsa europea con un mayor incremento de resultados. En paralelo a este crecimiento diferencial previsto, constatamos unas valoraciones muy similares al MSCI Europe o al Eurostoxx 50 –en torno a 15 veces beneficios–, que mantienen a la bolsa germana como un nicho atractivo de inversión.

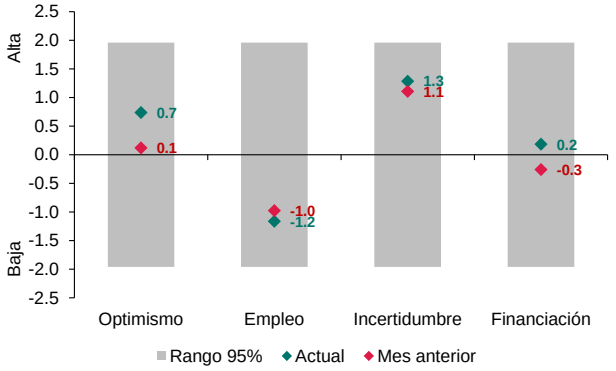
La reducción en la incertidumbre tarifaria, la recuperación de la inversión y del M&A y la aprobación de la reforma fiscal servirá de impulso a las pequeñas empresas estadounidenses que mantienen un descuento histórico frente a las grandes.

Respaldadas por un renovado optimismo empresarial, unas valoraciones atractivas –descuento del 29% frente a la prima promedio del 9%– y un repunte en la actividad de fusiones y adquisiciones, reafirmamos nuestra apuesta por las pequeñas y medianas empresas estadounidenses. A medida que la incertidumbre en torno a los aranceles se disipa, este segmento debería recuperar protagonismo, impulsado por un entorno más favorable para el crecimiento y la inversión.

En mayo, el índice de optimismo elaborado por la Federación Nacional de Empresas Independientes –NFIB por sus siglas en inglés– retomó su impulso al escalar hasta niveles no vistos desde febrero y por encima de su promedio histórico, dejando así atrás el esperpento del *Liberation Day*. Asimismo, los encuestados también señalaron una mejora en el acceso al crédito, aunque el empleo y la incertidumbre siguen siendo un lastre.

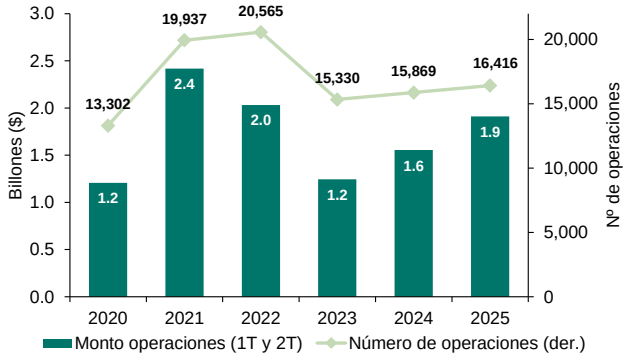
Frente a este contexto, el debate legislativo actual ha ganado peso entre los pequeños empresarios. Cerca del 20% de los participantes señalaron la carga tributaria como su principal preocupación, dejando entrever la necesidad de reformas que favorezcan la competitividad.

38. Z-Score del índice de confianza de pequeñas empresas(*)



(*) El z-score mide desviaciones típicas respecto al promedio (últimos 5 años en este caso).
Fuente: Bloomberg y Banca March.

39. Operaciones de M&A en EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Banca March.

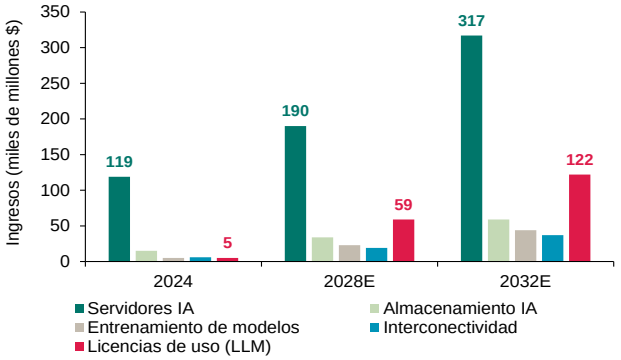
Por último, los recortes en los tipos de interés oficiales comienzan a traducirse en una mayor actividad corporativa. En el primer semestre del año, el volumen de las operaciones de M&A supera en un 23% al observado en el mismo periodo de 2024 y en un 53% al de 2023. Pensamos que esta tendencia continuará durante los próximos meses ante una política monetaria más laxa por parte de la Fed que llegará después del verano y un panorama cada vez menos incierto.

La tecnología se recupera del halo de *Deepseek* y toma el liderazgo tras el *Liberation Day*. Seguimos apostando por el lado más defensivo con el software y la ciberseguridad a la cabeza. Consideramos que la inversión en centros de datos para el desarrollo de la IA continuará, pero el foco de crecimiento más relevante estará en el desarrollo de aplicaciones IA comerciales –esencialmente corporativas–. En la ciberseguridad, el nuevo apoyo explícito de la OTAN ofrece un impulso a la expansión del sector.

La recuperación de la tecnología tras los momentos de mayor tensión arancelaría ha sido fulgurante, con un avance del +43% vs. +25% del índice global.

Los temores en torno a posibles disrupciones sobre cadenas de suministro y las restricciones a China han ido disipándose progresivamente. Asimismo, la potencial disrupción de *Deepseek* sobre los planes de inversión de las grandes tecnológicas no se ha materializado y las cuatro grandes empresas del sector –Microsoft, Meta, Alphabet y Amazon– han aumentado sus previsiones de inversión para este y el próximo año –un 20%–, así como sus previsiones de beneficios para este ejercicio –un 10% en promedio en lo que va de año–.

40. Desglose de ingresos por Inteligencia Artificial



Fuente: IDC y Banca March.

En este sentido, consideramos que la inversión en centros de datos seguirá dominando el naciente mercado de IA. Sin embargo, pensamos que el crecimiento empezará a girar hacia el desarrollo de software y aplicaciones prácticas para las gigantescas capacidades de computación que se están desplegando. Uno de los principales vectores de expansión será el desarrollo de soluciones empresariales. Actualmente, solo el 25% de los ingresos de OpenAI provienen del sector corporativo, lo que evidencia un amplio margen de crecimiento en este segmento. Asimismo, con el objetivo de rentabilizar las inversiones en infraestructura, los grandes proveedores comenzarán a ofrecer licencias sobre modelos de IA, un nicho que, según las proyecciones, experimentará el mayor crecimiento del sector en la próxima década, multiplicándose por 24.

Por otro lado, la ciberseguridad como temática dentro de la tecnología nos sigue pareciendo interesante. En lo que vamos de año, el sector se ha comportado de manera satisfactoria, con un avance del +14% vs. el +10% del índice global. Además, sale reforzada tras la cumbre de la OTAN. En ella se hizo una mención explícita a la ciberseguridad como uno de los pilares de refuerzo para la seguridad de los países miembros y, por tanto, parte del 1,5% del PIB que los países deben destinar ahora a este tipo de iniciativas.

En resumen, mantenemos una visión positiva sobre el sector tecnológico, con especial énfasis en el software y la ciberseguridad. El despliegue masivo de la IA continuará, y nuevos actores disruptivos como *Deepseek* han validado la paradoja de Jevons: al abaratar el acceso a una tecnología, se incentiva su adopción y, por ende, el crecimiento del sector. Además, el respaldo institucional de la OTAN refuerza aún más el atractivo de la ciberseguridad como área clave de inversión

El sector salud se mantiene al margen de las subidas, a la espera de los acuerdos comerciales y posibles cambios regulatorios en EE.UU.

El sector se mantiene plano en el año atenazado por una doble incertidumbre. Por un lado, los posibles cambios regulatorios estadounidenses, en particular la política de "Nación Más Favorecida" (NMF) que busca reducir el costo de los medicamentos recetados para alinear precios vs. comparables desarrollados –en EE.UU. el gasto farmacéutico es el triple–. Por otro lado, sigue en el aire un acuerdo comercial EE.UU.-UE, en donde el bloque comunitario supone el 60% de las importaciones farmacéuticas totales de EE.UU.

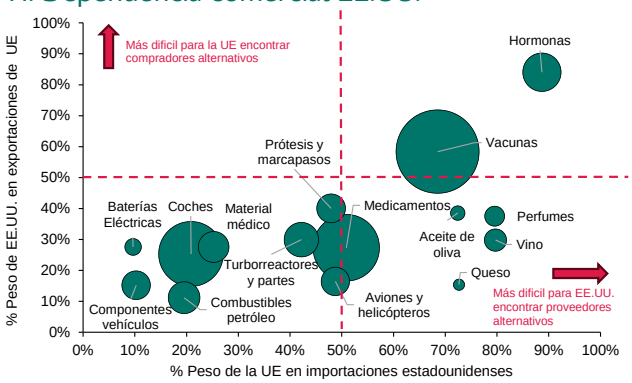
Aunque la incertidumbre es elevada, esperamos una resolución positiva para los intereses del sector salud.

En lo relativo al NMF, la orden nace con el objetivo de conseguir recortes de precios de hasta el -90%, aunque sin detalles específicos en cuanto a su implementación o fármacos potencialmente afectados. Se trata de un intento ya realizado en el primer mandato de Trump, que entonces resultó infructuoso y que requeriría del beneplácito de los tribunales estadounidenses.

En cuanto a las negociaciones arancelarias, la UE intenta hacer valer el alto valor añadido de sus exportaciones farmacéuticas a EE.UU., muy dependiente de Europa en el caso de vacunas, hormonas y medicamentos.

Con las negociaciones ya en su etapa final, la UE parece dispuesta a soportar un arancel promedio general del 10% siempre que haya exenciones en sectores de alto valor añadido como el farmacéutico.

41. Dependencia comercial EE.UU.



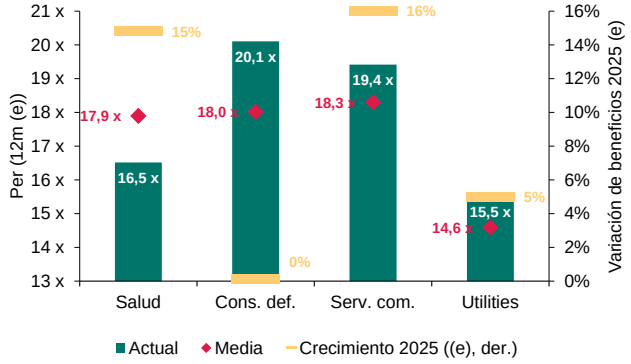
Fuente: IRA, Comtrade y Banca March.

El poder de negociación europeo es elevado si se considera que supone un 30% del consumo estadounidense, haciendo difícil la imposición de tarifas onerosas al sector ante la posibilidad de generar una escasez de medicamentos en el mercado. Por otra parte, los recientes anuncios de nuevas inversiones de farmacéuticas europeas en suelo estadounidense complementarán la ya amplia presencia a nivel de infraestructuras, I+D+i, fabricación y ventas de la industria farmacéutica europea en EE.UU., y con visos de seguir incrementándose.

El sector salud: innovación, resiliencia y valor en tiempos de incertidumbre.

El sector se beneficiará del envejecimiento estructural de la población –se espera que el número de personas mayores de 65 años se duplique de aquí a 2050–, con el consiguiente incremento del gasto asociado a bienes y servicios de salud.

42. Sector salud: positivas estimaciones de crecimiento



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Destacamos además como el notable crecimiento secular de los beneficios del sector, cercano al +10% anualizado en los últimos 30 años, se verá superado en el actual ejercicio a nivel global, líder entre los sectores defensivos.

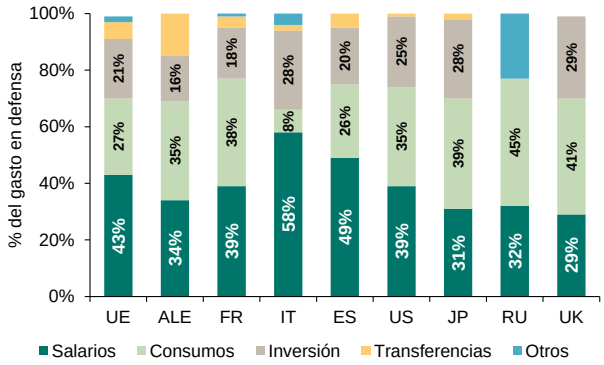
Por último, contamos además con unas valoraciones en conjunto atractivas, presentando el mayor descuento frente al mercado en casi cuatro décadas, ofreciendo un interesante punto de entrada. Así, el sector global de cuidados de la salud cotiza con un Per 25e de 16,5x, un 8% por debajo de su promedio histórico.

La OTAN confirma un incremento exponencial del gasto en defensa en los próximos años, reforzando nuestra visión constructiva con el sector.

En la reciente cumbre celebrada en Países Bajos, los 32 miembros de la OTAN adoptaron el "Plan de Inversión de La Haya", un compromiso histórico para elevar el gasto conjunto en defensa al 5% del PIB para 2035, desde el 2% actual y desglosado en un 3,5% para defensa básica –personal, armamento, mantenimiento– y un 1,5% adicional para gastos relacionados en infraestructuras, ciberseguridad e innovación, con una revisión del progreso prevista en 2029. Se reafirmó además el compromiso inquebrantable con el Artículo 5, reforzando la defensa colectiva frente a la amenaza rusa, y en paralelo se acordó reducir barreras al comercio y cooperación industrial entre aliados.

Mención especial merece Alemania, país que anunció un esfuerzo legislativo para simplificar la adquisición militar, facilitar pagos anticipados a empresas innovadoras y elevar su presupuesto en defensa desde los 95.000 M€ previstos en 2025 hasta los 162.000 M€ en 2029, equivalentes al 3,5% del PIB, seis años antes de lo necesario, además de planear la movilización de hasta 60.000 tropas adicionales. En el conjunto de la UE, además, se agilizará la inversión en defensa reduciendo la burocracia: por ejemplo, se espera ahora la reducción a solo 60 días del periodo de concesión de permisos de proyectos o instalaciones de defensa vs. los 4-5 años necesarios hoy en algunos países miembros.

43. Gasto público en defensa por partidas (%)



44. Gasto público I+D defensa (% PIB)

Fuente: Banco de España y Banca March.

A pesar de la revalorización que ha experimentado el sector defensa, un +36% desde comienzos de año, seguimos manteniendo una visión constructiva en el entorno geopolítico actual. El renovado compromiso europeo con el gasto militar –ahora exento de los límites de déficit de la Comisión Europea– está generando un nuevo ciclo de inversión estructural, que vemos conveniente aprovechar.

Si bien el sector cotiza a múltiplos exigentes –aprox. 30x en EE.UU. y 25x en Europa–, estos se ven justificados por carteras de pedidos históricas (+70% desde 2022) y por un crecimiento de los beneficios 25e muy superior al de la economía y cercano al +25% en Europa. Hacemos constar además cómo las compañías del sector, apalancadas al rearme acelerado impulsado por la OTAN, cuentan además con una sólida generación de caja y una evidente mejora operativa, que saldrá a relucir con el esperado incremento de operaciones corporativas buscando crear campeones de la UE –la primera compañía europea de defensa en el ranking mundial, liderado por EE.UU. y China, es la italiana Leonardo en el puesto 13–.

En definitiva, creemos que el sector en general y sobre todo Europa, aún tienen margen para seguir destacando, dentro de un ciclo que sigue ganando profundidad y visibilidad.

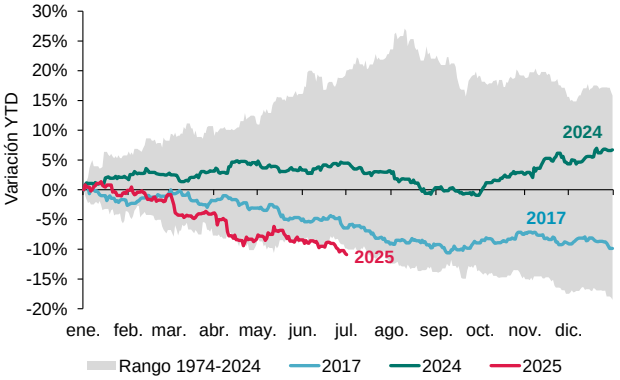
DIVISAS

El dólar nada a contracorriente y cotiza en mínimos de casi cuatro años vs. el euro.

Tras retornar la calma en Oriente Medio, el billete verde retoma la senda bajista y acumula un -13,3% en el año vs. euro, en niveles de 1,178 EUR/USD no vistos desde septiembre del año 2021. En el caso del índice dólar, que lo compara con una cesta de monedas –libra, euro, yen y franco suizo incluidos–, la caída supone su peor arranque semestral desde 1974.

Y es que, a la espera de aspectos importantes por resolver como son los acuerdos comerciales con socios como la UE y Japón, el dólar sigue sin contar con el favor de la comunidad inversora pese a la notable recuperación de la bolsa estadounidense, una Fed que mantiene sus tipos oficiales intactos y el retroceso de la volatilidad.

45. Índice DXY (%): la mayor caída desde 1974



Fuente: Bloomberg y Banca March.

El billete verde muestra de momento una tendencia bajista, aunque sigue contando con factores a su favor.

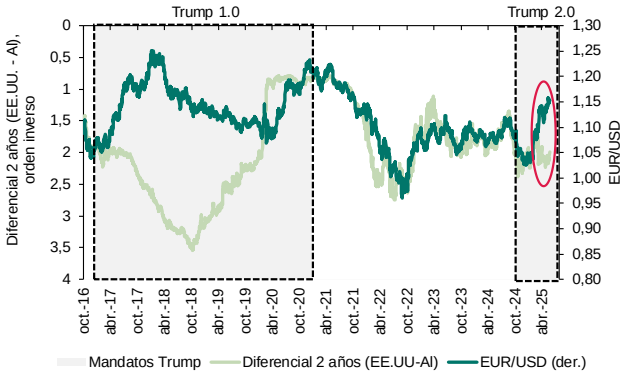
La pérdida de la condición del dólar como activo refugio gana adeptos por momentos, y con ella las razones con las que justificar dicho movimiento.

Su debilidad se intenta así explicar, entre otros aspectos, por su alta deuda externa –posición inversora neta de EE.UU. equivalente al 88% del PIB–, lo que muestra una elevada dependencia del capital extranjero en un contexto de políticas económicas y fiscales inestables. Tampoco ayuda la concentración excesiva del dólar en reservas internacionales: mientras que el billete verde representa el 58% de las mismas, EE.UU. sólo representa el 27% del PIB mundial y el 16% del comercio global, mostrando un desequilibrio.

Tampoco ayuda el hecho que, históricamente, el dólar haya seguido ciclos más o menos largos, de hasta una década, de fortalecimiento y debilitamiento, con lo que el mercado crea que, tras alcanzar un pico en 2022, el billete verde podría estar ahora instalado en una etapa de debilidad prolongada. Por último, la elevada exposición a dólar sin estrategias de cobertura por los inversores internacionales –posiciones de hasta 13,4 billones de dólares en manos del G-10– puede hacer que la reversión parcial de esta tendencia –decidir pasar a cubrir parte de esta posición– provoque caídas adicionales del dólar.

Con todo, creemos que es pronto para dar por perdida la capacidad de recuperación del dólar, teniendo en cuenta que la Casa Blanca continúa transmitiendo con fuerza el mensaje que: 1) los acuerdos comerciales favorables al mercado podrían ser inminentes –tras los anunciados con R. Unido y China, es el turno de la UE– y 2) los recortes de impuestos que apoyen el crecimiento y la desregulación que también están por llegar.

46. Diferencial de tipos vs. EUR/USD en máximos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Al margen de estos aspectos, el dólar cuenta también con un diferencial de tipos oficiales favorable y en máximos desde niveles pre-covid –es la divisa dentro de las 10 más transaccionadas con tipos de depósito a corto plazo más altos (4,4%)–; además, y tras el retroceso adicional reciente, la sobrevaloración del billete verde frente al euro se reduce ya a un mínimo 2% vs. 10% visto en febrero, poniendo una barrera a la posible depreciación adicional.

Dólar en zona de incertidumbre: neutrales pero atentos. Rango 1,12 - 1,17 EUR/USD.

La deriva geopolítica del actual Gobierno estadounidense, asociada principalmente al lío arancelario, otorga en el corto plazo una baja visibilidad para el dólar.

Con todo, un diferencial de tipos favorable al billete verde, la confirmación de un aterrizaje suave de la economía, pese a la errática política comercial, y la eventual recuperación parcial del rol de activo refugio del dólar podrían en algún momento devolverle parte del brillo perdido. Dentro de nuestra actual neutralidad, acotamos nuestro rango de actuación a niveles de 1,12 - 1,17 EUR/USD.

La moneda única avanza frente a la libra esterlina en 2025.

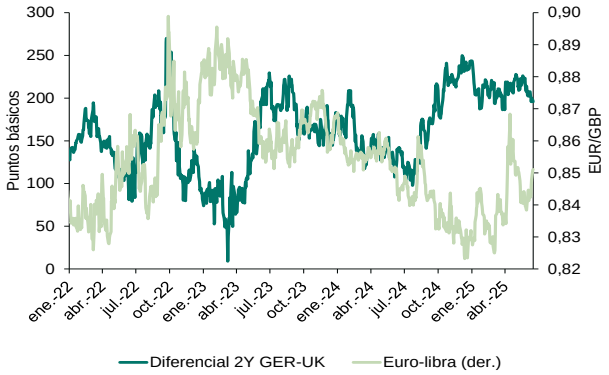
El euro acumula un avance del +3,3% en lo que va de año frente a la divisa británica, marcando ahora los 0,855 EUR/GBP. Las señales de desaceleración económica mostradas por la economía británica, unidas al tono cauteloso del Banco de Inglaterra (BdI) y un acuerdo comercial con EE.UU. célere, pero con escasos réditos, decantan de momento la balanza a favor de la moneda única.

El Banco de Inglaterra actúa conforme a lo esperado y no mueve tipos, priorizando el control de precios frente a los débiles datos macro recientes.

El Banco de Inglaterra mantuvo el precio oficial del dinero sin cambios, en el 4,25% y conforme a lo esperado. La decisión no fue sin embargo unánime –6 prefirieron mantener y 3 bajar– y evidencia la división dentro del comité sobre el ritmo adecuado de flexibilización de su política monetaria, en un contexto de debilidad económica e inflación todavía elevada.

En el frente económico, asistimos en abril a la mayor contracción económica mensual del país en dos años, mientras el paro ha repuntado y la encuesta de confianza empresarial se mantiene en terreno de contracción. En el caso de los precios, el último dato de mayo se situó en el +3,4%, sin cambios frente al dato corregido de abril, tras detectarse un error de medición, pero alejado aún del objetivo del+2%.

47. Diferencial 2Y GER/UK vs. EUR/GBP



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sugerimos el rango 0,83-0,86 EUR/GBP.

A la luz de lo expuesto, no hay grandes cambios en nuestra estrategia para el euro-libra. El Banco de Inglaterra continuará con la senda de recorte de tipos, aunque cuenta todavía con una política más restrictiva que la del BCE. En el extremo contrario, el desajuste de sus cuentas públicas y un crecimiento poco dinámico seguirán pesando 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 0,83 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.