



HOUSE VIEW

LA INVERSIÓN SERÁ
EL MOTOR DEL CICLO

La inversión será el motor del ciclo

Posición Estratégica		-2	-1	Neutral	+1	+2
Clase de Activo						
Liquidez			●			
Renta Fija			●			
Renta Variable			●			
Alternativos					●	
Renta Fija						
Deuda Soberana			●			
	EE.UU.		●			
	Euro		●			
Bonos Corporativos					●	
	Investment Grade				●	
	High Yield		●			
Deuda Emergente					●	
Bonos Convertibles			●			
Renta Variable						
Europa			●			
Estados Unidos					●	
Emergentes			●			
Resto del Mundo		●				
Alternativos						
Líquidos			●			
Ilíquidos						●
Divisas						
		—		Neutral		+
Dólar			●			
Libra Esterlina			●			

Nos encontramos ante un ciclo que se extenderá liderado por la inversión.

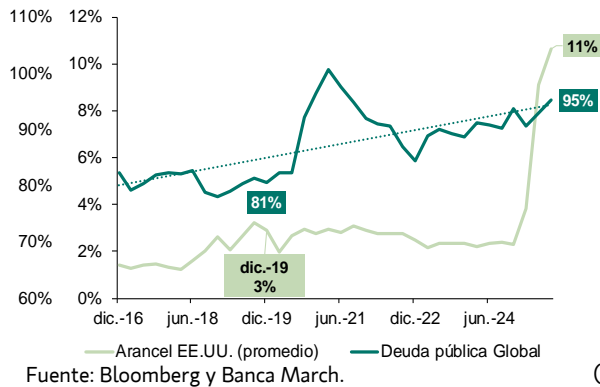
Iniciamos un nuevo lustro en el que la mejora de las condiciones financieras y unos estímulos fiscales dirigidos a sectores estratégicos sentarán las bases para una extensión del ciclo. Tras lograrse un aterrizaje suave de la economía mundial el año pasado y, aunque una vez más el arranque de 2026 nos esté dejando una elevada incertidumbre geopolítica, siguen existiendo factores de soporte suficientes para que continúe el crecimiento mundial.

Consideramos que la inversión en tecnología e inteligencia artificial (IA), en un ciclo de endeudamiento privado que no está excedido, impulsará el crecimiento y la productividad a nivel global.

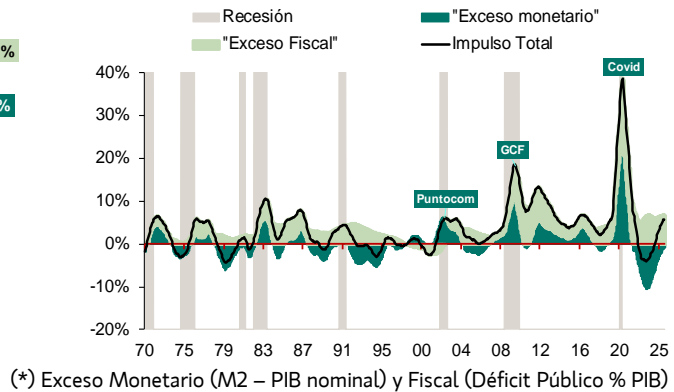
Aunque arrancamos un lustro con algunos vientos en contra...

En los últimos cinco años la economía mundial ha afrontado fuertes *shocks* económicos que han dejado cicatrices, pero que no han impedido la reactivación: la pandemia, la invasión de Ucrania y la “guerra comercial”, han sido perturbaciones graves que nos han dejado un escenario marcado por una elevada carga de deuda pública y unos aranceles en máximos del último siglo.

1. Vientos en contra: aranceles EE.UU. y deuda pública global en máximos



2. Los estímulos siguen presentes: impulso fiscal y monetario positivos en EE.UU. en 2026(*)



Ahora bien, en este frágil e incierto contexto internacional –que se ha puesto de manifiesto estas últimas semanas con la intervención de Estados Unidos en Venezuela, las tiranteces con Groenlandia y el resquebrajar de la OTAN–, es importante destacar que las políticas económicas contracíclicas seguirán actuando de apoyo a la actividad (gráfico 2). Por una parte, los principales bancos centrales del planeta (G-20) van a continuar rebajando el coste de financiación y, por otro lado, llegarán nuevos estímulos fiscales a las grandes economías a lo largo del año –los ejecutivos de Alemania, EE.UU., China y Japón ya han anunciado rebajas de impuestos, un mayor gasto público e incrementos de la inversión en infraestructuras–.

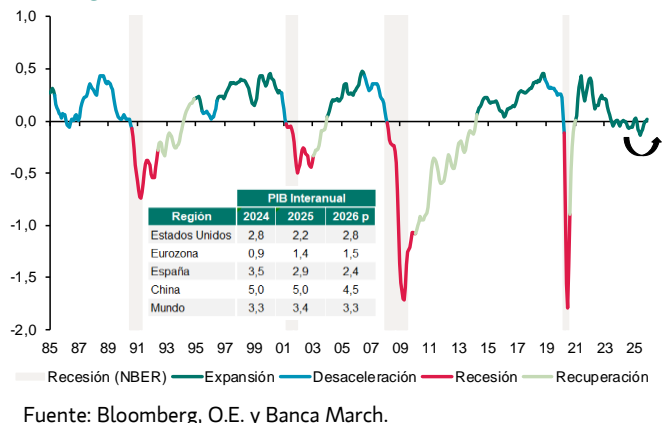
...el fuerte dinamismo de la inversión, así como la inercia positiva de los estímulos fiscales y monetarios, sostendrán el crecimiento.

Más allá del ruido político y de las distorsiones vividas desde la pandemia, lo cierto es que la resistencia mostrada por los indicadores de actividad ratifica la solidez del ciclo y nos permite anticipar que el crecimiento global alcanzará un avance del +3,3% este año, un ritmo muy similar al promedio histórico y a lo visto en los últimos dos años.

A nivel regional, Estados Unidos continuará mostrando un dinamismo superior, apoyado en su mayor productividad, lo que favorecerá el aumento de la riqueza privada y del consumo. Como apunta nuestro modelo de momento económico, anticipamos un repunte del crecimiento hasta tasas cercanas al +3%.

En la eurozona, el crecimiento será más modesto y con un aumento de la divergencia interna. Alemania se perfila como la economía con verdadera capacidad de aceleración por su impulso fiscal –destinado principalmente a inversiones en infraestructuras y defensa–, favoreciendo la recuperación de su tejido

3. Modelo momento ciclo EE.UU. y previsión del PIB por regiones

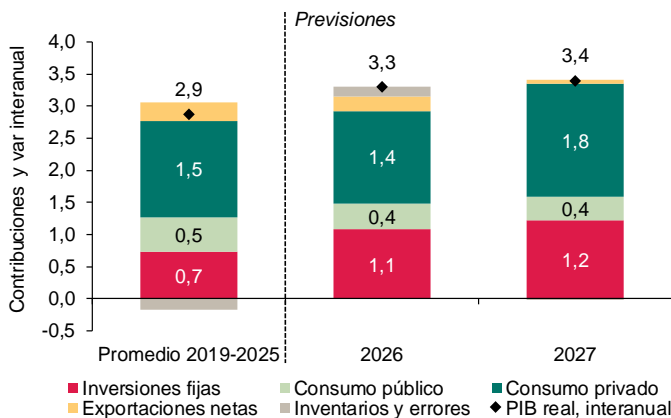


industrial. Frente a ello, Francia seguirá tratando de ajustar su abultado déficit público y, en un contexto de elevada incertidumbre política, su crecimiento se mantendrá débil y por debajo del +1%.

En cuanto a España, crecerá por encima de la media de sus socios europeos (+2,4%), pero perdiendo dinamismo frente a años anteriores a medida que el empuje y *boom* del sector turístico se “normaliza”. En clave interna, la falta de crecimiento de la productividad y el creciente desequilibrio en el sector inmobiliario –estimamos que el déficit de viviendas se incrementará este año en otras 101 mil unidades, situando el déficit acumulado desde 2015 por encima de las 733 mil viviendas–, son cuellos de botella que frenarán el crecimiento.

Finalmente, en China, tras cumplir las metas oficiales y crecer un +5% el año pasado –logrando así sobreponerse a los mayores aranceles estadounidenses–, la economía avanza a dos velocidades, pero con debilidades internas que propiciarán una desaceleración hasta un crecimiento del +4,5%. Los sectores relacionados con el inmobiliario han intensificado su contracción –la construcción retrocedió un -2,5% en el 4T de 2025– mientras los precios de la vivienda no han tocado fondo. La crisis inmobiliaria seguirá pesando en el consumo y prueba de ello es que las ventas minoristas se han frenado hasta su menor avance desde 2022 –apenas crecieron un +0,9% interanual en diciembre–.

4. PIB mundial: contribuciones (p.p.) y PIB (%)



De todas formas, y como mostramos en el gráfico, esta nueva fase de expansión tendrá una característica diferencial a lo visto tras la pandemia, y es que, la inversión se convertirá en el principal motor de la actividad, explicando por sí sola cerca de un tercio del avance del PIB mundial.

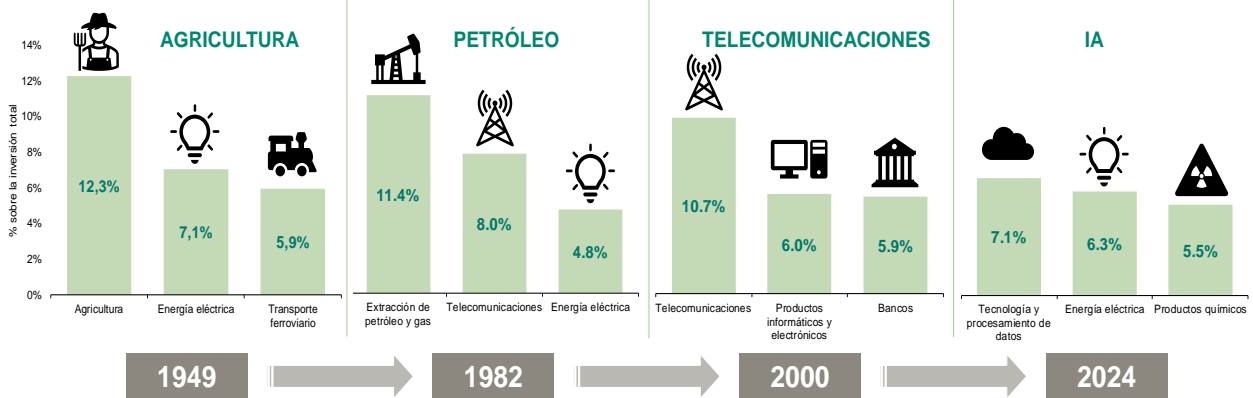
Fuente: Bloomberg, O.E. y Banca March.

La IA como catalizador de la “destrucción creativa” de nuestros días...

Desde nuestro punto de vista, esta nueva era que estamos atravesando viene marcada por la carrera en el desarrollo de la inteligencia artificial y el fuerte incremento de la inversión, fuerzas que, como ocurrió en otros periodos de “destrucción creativa” del pasado, conllevarán una profunda transformación económica y una mejora de la productividad.

Y es que, si uno mira a la historia, son múltiples los periodos que han estado marcados por innovaciones tecnológicas y que han derivado en profundos cambios. Como vemos en el siguiente gráfico, de forma esquemática y simplificada, en la era moderna, la economía global ha sufrido varias transformaciones empujadas por innovaciones y que en ese momento también han requerido un elevado esfuerzo de inversión: si al final de la Segunda Guerra Mundial, el sector predominante era la agricultura que por sí solo aglutinaba más del 12% de toda la inversión productiva de la economía estadounidense, la posterior reconstrucción y el desarrollo del transporte puso al sector petrolero como el líder indiscutible. Posteriormente, en los 2000, con la llegada de internet fuimos dejando paso a la economía de las telecomunicaciones, periodo hace ahora un cuarto de siglo, en que apenas dos sectores (Telecomunicaciones y Productos informáticos y electrónicos) llegaron a aglutinar cerca del 17% de toda la inversión.

5. Los avances tecnológicos impulsan la transformación económica (EE.UU.; % Inversión total)



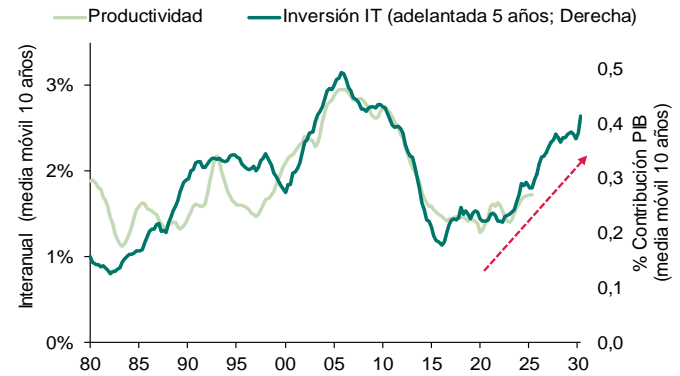
Fuente: BEA y Banca March.

Como se desprende del gráfico anterior, estos procesos de transformación han compartido dos características clave. En primer lugar, la empresa cuya tecnología se vuelve obsoleta se verá superada y “absorbida”, lo que inevitablemente acarreará un coste económico y social.

Sin embargo, el otro patrón que se repite a lo largo de la historia es que los periodos marcados por la implementación de avances tecnológicos conllevan un crecimiento superior a la media.

Este mejor desempeño económico se explica fundamentalmente porque es un reflejo del aumento de la productividad agregada y con ella de la riqueza conjunta, algo que consideramos veremos ocurrir una vez más durante en esta década (gráfico 6).

6. Los periodos de avance tecnológico y mayor inversión anteceden mejoras de productividad



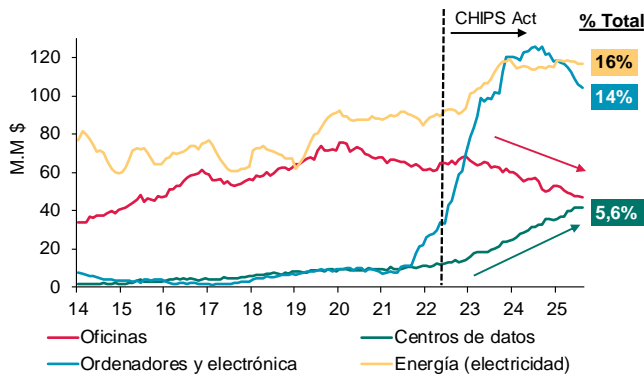
Fuente: Bloomberg y Banca March.

...que, entre otros cambios, generará mayores necesidades energéticas.

En nuestros días, estos efectos sobre la economía real son ya muy palpables y, por ejemplo, la aportación de la inversión relacionada con tecnología ha explicado en promedio el 30% del crecimiento del PIB de Estados Unidos durante el año pasado.

Además, una vez iniciado este proceso de adopción generalizada de una nueva tecnología, no solo se está acelerando el crecimiento agregado, sino que la necesaria inversión en el desarrollo de la IA irá permeabilizando hacia segmentos más amplios de la economía. Esto generará nuevas oportunidades de inversión, como la construcción de centros de datos y nuevas infraestructuras, además de mayores necesidades energéticas, transformaciones todas ellas muy visibles en la economía.

7. Nuevas industrias traerán nuevas necesidades. EE.UU.: gasto en construcción privada no-residencial



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Este proceso de “destrucción creativa” del que estamos siendo testigos, se refleja claramente en las cifras de construcción privada en la primera potencia económica mundial, donde el gasto destinado directamente a la edificación de centros de datos ha igualado prácticamente a la construcción de oficinas en todo el país (gráfico 7).

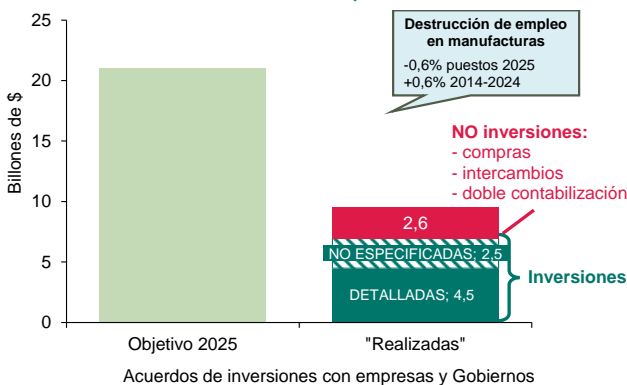
Asimismo, en cuanto a las necesidades energéticas, se estima que, para 2030, cerca de una quinta parte de la demanda eléctrica de Estados Unidos estará vinculada a centros de datos, lo que refuerza el papel estratégico de las inversiones ligadas a las infraestructuras: el capital destinado a

incrementar la producción y mejorar la red de distribución eléctrica representa ya el 16% del gasto total en construcción privada no-residencial.

¿Pueden realmente las poco ortodoxas políticas económicas desplegadas por Trump cambiar este escenario?: del dicho al hecho hay mucho trecho.

El mandatario estadounidense se caracteriza por una ejecución final de sus propuestas bastante más limitada de lo inicialmente anunciado. Buen ejemplo de ello son los objetivos incumplidos de recorte del Gobierno efectuados por el DOGE, o la implementación de una agresiva estrategia de presión con fines negociadores que, posteriormente, termina revirtiendo o aplicando parcialmente –como es el caso de aranceles o las tensiones con Groenlandia–. Esta dinámica ha dado lugar en los medios a la expresión “TACO” (siglas en inglés de Trump Always Chickens Out), utilizada para referirse a esos cambios de postura y vuelta atrás.

8. La inversión real no se corresponde con los 9,6 bn\$ anunciados, ni con el objetivo



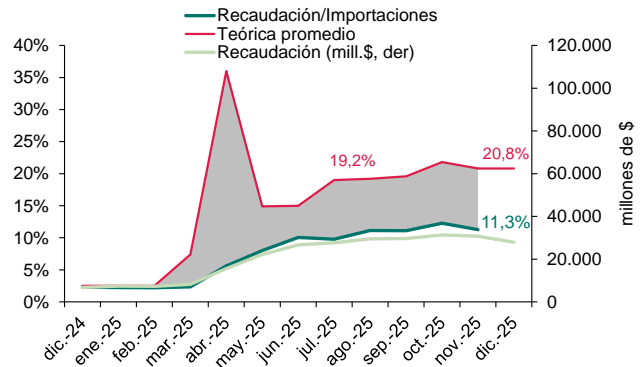
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Como ejemplo al primero de los casos, los acuerdos de inversiones directas firmados con empresas y Gobiernos para atraer producción al territorio estadounidense representarían, según la información disponible en la web oficial, 9,6 billones de dólares, aproximadamente una cuarta parte de los 21 billones fijados. Incluso esta cifra podría ser optimista, dado que especialmente los acuerdos suscritos con Gobiernos incluyen inversiones sin especificaciones claras o iniciativas que, por definición, no pueden considerarse inversiones. En este contexto, la intención de reforzar la industria doméstica tampoco ha logrado materializarse en lo que llevamos de mandato, con un empleo

manufacturero todavía en contracción.

En cuanto a las ya recurrentes rectificaciones en materia comercial, tras idas y venidas, el actual arancel promedio anunciado se sitúa en el 20,8%. Sin embargo, si cruzamos la recaudación sobre el valor de las importaciones, tenemos un ratio de 11,3% –es decir, en promedio, por cada 100\$ de importaciones EE.UU. recauda 11,3\$–. Aunque esta tasa significa que se han cuatriplicado los aranceles desde los niveles previos a su mandato, la recaudación actual es prácticamente la mitad del arancel promedio anunciado (el comentado 20,8%) y existe un margen entre ambas de 9,5 p.p. Esta diferencia refleja que la “realidad” –lo que se está cobrando y está impactando en la economía– es inferior a lo “anunciado”.

9. Recaudación de aranceles vs. aranceles anunciados



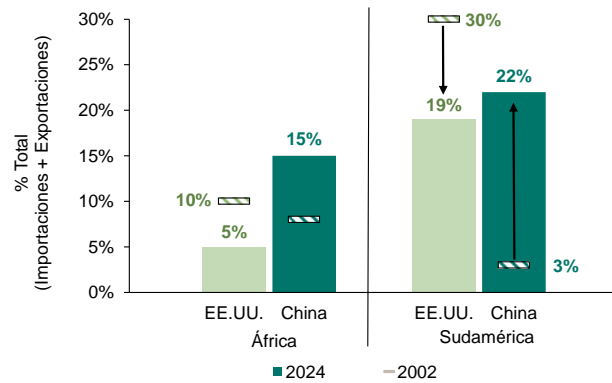
Fuente: Bloomberg y Banca March.

También hemos presenciado recientemente la estrategia habitual de “amenaza, negociación y acuerdo” en el ámbito de la geopolítica y el aumento de las tensiones en torno a Groenlandia. La amenaza pretendía aumentar en +25 p.p. adicionales –hasta un 40%– los gravámenes aplicados a varios países europeos a partir de junio que enviaron tropas militares al territorio ártico. La tensión se disipó gracias a la fugaz negociación con la OTAN, que resultó en un comunicado anunciando que no se aplicarían los aranceles.

La redefinición de un nuevo orden internacional con el objetivo de frenar a China.

Trump ha tratado de intensificar los esfuerzos por frenar el creciente dominio de China en el orden global. El gigante asiático presenta el control de sectores estratégicos –como el de las tierras raras, donde acapara cerca del 90% de la capacidad de refinado–, avanza con rapidez en la carrera de la inteligencia artificial y ha expandido su influencia en el comercio internacional. En este sentido, China se ha consolidado como socio comercial principal en varias regiones, incluidas partes de África y Sudamérica, donde ya supera a EE.UU. en intercambios. En apenas dos décadas, China ha logrado desplazar a Washington: en Sudamérica, la cuota de Estados Unidos ha caído del 30% al 19%, por debajo del 22% alcanzado por China, que partía de apenas un 3%.

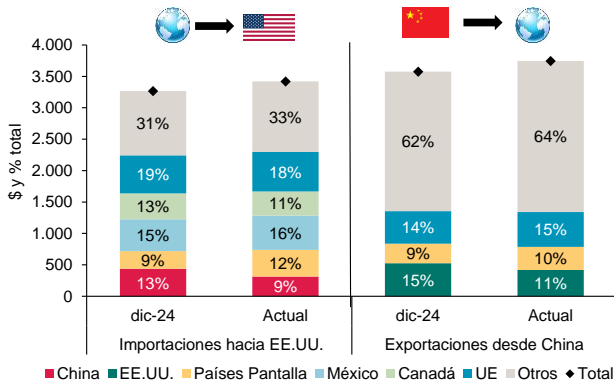
10. China tiene mayor presencia comercial que EE.UU. en regiones como África y Sudamérica



Fuente: FMI y Banca March.

Entre las tácticas desplegadas por la Administración estadounidense para contener a Pekín, se encuentran la imposición de aranceles extremadamente elevados –incremento de +145 p.p.– que acabó por reducirse a +30 p.p. tras el acuerdo comercial. Otra medida fue la prohibición de vender chips de Nvidia a China, que finalmente, tuvo que ceder y permitir la exportación de chips H200. La realidad es que ambas potencias están condenadas a entenderse: el pragmatismo se impone y Estados Unidos no puede llevar sus castigos demasiado lejos.

11. A pesar de todo, los intercambios aumentan

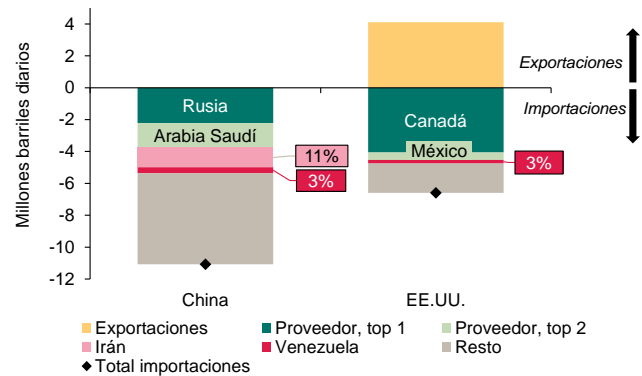


(* Países pantalla: Vietnam, Taiwán e Indonesia.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Pese a las idas y venidas de gravámenes, el comercio no se ha desplomado: las importaciones desde EE.UU. han seguido aumentando, así como las exportaciones chinas. Es más, lejos de perjudicar a China, el país asiático ha registrado un superávit comercial en máximos, de 114 millones de dólares. Lo que sí se ha producido es una reconfiguración del comercio mundial. Desde la perspectiva estadounidense, se observa una redistribución en la procedencia de las compras: China ha reducido su peso relativo (del 13% antes del mandato de Trump al 9%), mientras que los llamados “países pantalla” –Vietnam, Taiwán, Indonesia– han ganado cuota (del 9% al 12%), lo que encaja con la idea de triangulación, actuando estos países como intermediarios. Por su parte, China representa la otra cara de la misma moneda: sus exportaciones hacia EE.UU. han perdido relevancia y en 2025 registraron una caída de -20% interanual, mientras aumenta el envío de productos hacia los países del sudeste asiático +14%. Además, parte del excedente que ya no se destina al mercado estadounidense, se canaliza hacia otros socios comerciales, como la Unión Europea (+8%) o África (+26%).

El último movimiento del Gobierno norteamericano ha consistido en centrarse en una de las principales vulnerabilidades de China: su elevada dependencia del petróleo extranjero. Aunque para Venezuela el mercado chino era fundamental, lo cierto es que para Pekín el crudo venezolano representa apenas un 3%. Mucho más relevante sería el bloqueo del petróleo iraní, su tercer mayor proveedor. No obstante, consideramos poco probable que ese escenario llegue a materializarse, lo que encaja con nuestra visión de que los precios de la energía permanecerán en niveles contenidos.

12. Punto débil de China: importador de energía

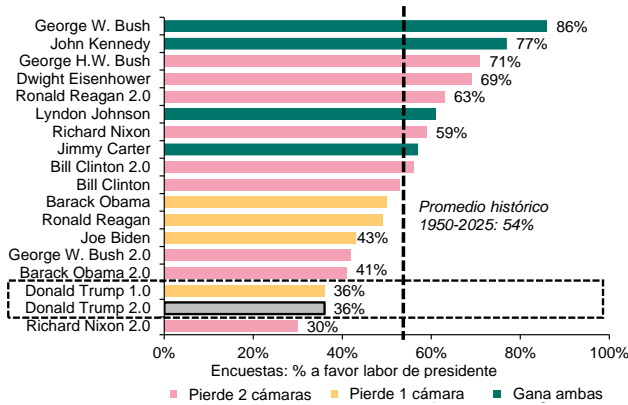


Fuente: OPEP, EIA, Bloomberg y Banca March.

La cercanía de las *midterms* exige aproximarse al votante y el sesgo económico podría ser todavía más expansivo.

Entre tanta atención a la política exterior, Trump no debe olvidar que su destino depende del votante “doméstico”. El próximo 3 de noviembre se celebrarán las elecciones legislativas –se renovará la totalidad de la Cámara de Representantes y un tercio del Senado–, un evento clave porque determinará el grado de control sobre el Congreso y la capacidad del presidente para sacar adelante su agenda legislativa.

13. Popularidad de cada presidente tras primer año (desde 1950)



Fuente: Gallup y Banca March.

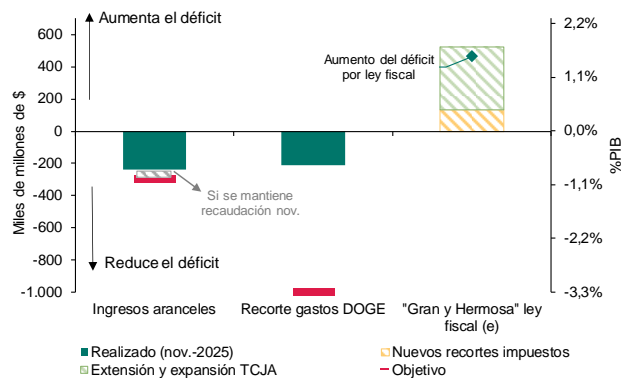
El actual presidente parte con un lastre significativo: su índice de popularidad es del 36%, el más bajo desde 1950, únicamente por encima del 30% registrado por Nixon tras el escándalo Watergate. Aunque no existe una regla escrita entre popularidad y los resultados electorales, lo cierto es que no hay precedentes de un mandatario con menos del 50% de aprobación popular que haya logrado mantener el control de ambas cámaras. En las elecciones *midterm* del pasado mandato de Trump (2022), su partido sufrió una estrepitosa derrota en la Cámara de Representantes, perdiendo el control de esta.

Ante este escenario, la estrategia de la Casa Blanca ha empezado a girarse hacia medidas centradas en la asequibilidad, con el objetivo de aproximarse al votante medio. Ya lo vimos con la aprobación de la extensión de los subsidios de atención médica (*Obamacare*) –el punto de fricción que provocó el cierre gubernamental–. A esta iniciativa se suman otros anuncios orientados a aliviar el coste de vida, como reducir las tasas hipotecarias –mediante compras de bonos hipotecarios– o imponer un límite del 10% a los intereses de las tarjetas de crédito, aunque su aplicación efectiva aún está por determinar.

Otro factor clave para atraer el respaldo de los hogares será la materialización de los estímulos fiscales a lo largo de este 2026. Hay deducciones y exenciones de la *Big Beautiful Bill* que tienen carácter retroactivo: las horas extra y propinas imputadas a lo largo de 2025, que fueron objeto de retención, se compensarán en la declaración de la renta mediante devoluciones. Estos reembolsos se ingresarán a los contribuyentes en la primera parte del año –el 80% se abonará antes de junio– y aumentarán los ingresos promedio en 450\$ por persona.

Dado que, en el corto plazo, lo prioritario es impulsar el crecimiento, es muy probable que el comedido del DOGE de recortar los gastos fiscales pase a un segundo plano, al menos durante los próximos meses. Por su parte, la reforma fiscal contribuirá positivamente al PIB durante los próximos tres años, lo que permitirá ejercer un papel neutralizador sobre el efecto perjudicial de los aranceles. Sin embargo, a partir de 2028, el efecto conjunto será negativo, pero ahora lo determinante para Trump es el impacto inmediato sin considerar las consecuencias futuras.

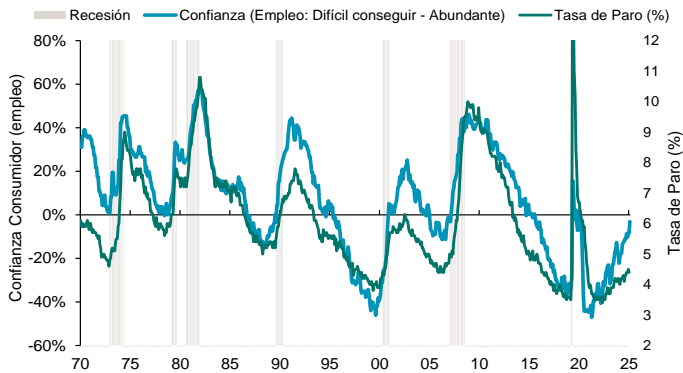
14. Las políticas económicas trumpistas tienen efectos económicos contrapuestos



Fuente: DOGE, Joint Committee on Taxation, IRA, Bloomberg y Banca March.

El mercado laboral es el eslabón débil, pero los despidos siguen contenidos.

15. EE.UU.: Crece la preocupación por el empleo



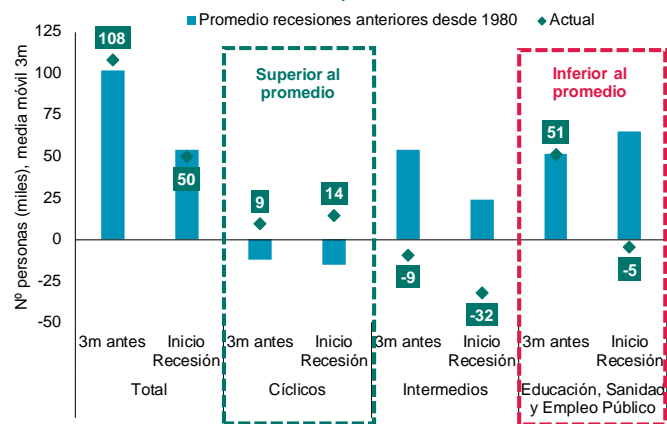
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Evidentemente uno de los puntos decisivos para lograr el apoyo popular de cara a las próximas elecciones estadounidenses será la salubridad del mercado laboral y, por si hubiera dudas, el comienzo de 2026 ha constatado que la confianza de los consumidores americanos ha retrocedido en enero a mínimos de más de una década, con la preocupación por el empleo ganando protagonismo y mermando la confianza de los hogares (gráfico 15).

Las políticas aplicadas desde el ejecutivo de Trump están impactando con fuerza en el mercado de trabajo. En primer lugar, a lo largo de 2025, el Gobierno federal destruyó 149 mil puestos de trabajo lo que significa una reducción del -0,6% interanual y la primera caída del empleo público desde la pandemia. Por otro lado, una política migratoria más restrictiva derivó en un estancamiento de la población activa extranjera en el país que, durante el año pasado, aumentó en apenas 154 mil personas, es decir, una caída del -87% frente al promedio de los cuatro años previos, cuando el crecimiento de la población activa extranjera superaba habitualmente 1,1 millones de personas.

En este contexto, los últimos datos del mercado laboral nos han dejado señales contrapuestas: el empleo se frena y en los últimos tres meses, en promedio, apenas se han creado 50 mil nuevos puestos de trabajo, un nivel que históricamente implicaría el inicio de una recesión. Sin embargo, como vemos en el gráfico, esta debilidad se explicó por la destrucción de empleo público, mientras que los sectores privados y más cíclicos de la economía están creando empleo, algo que no concuerda históricamente con periodos de debilidad de la actividad económica.

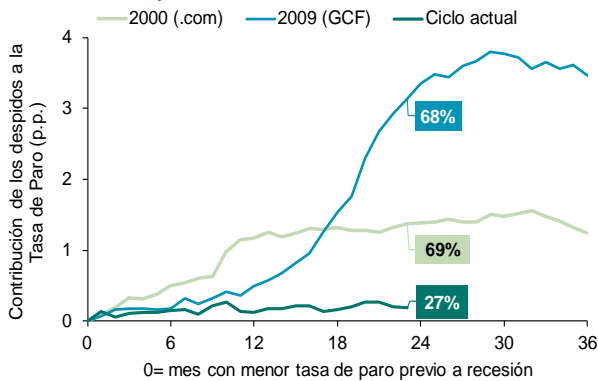
16. EE.UU.: creación de empleo mensual



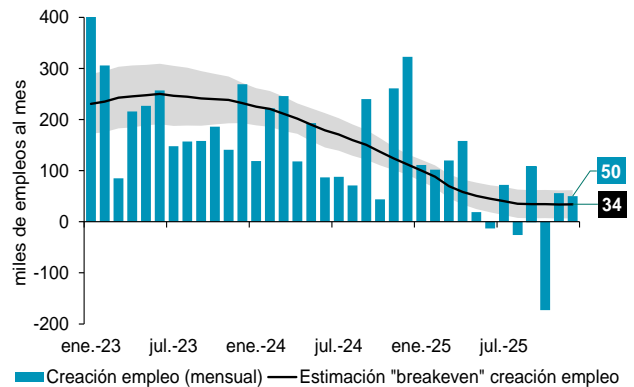
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por ello, consideramos que estamos atravesando un proceso de ajuste, con menor dinamismo en la contratación, pero con despidos contenidos: prueba de ello es que, al contrario de lo ocurrido en anteriores recesiones, los despidos apenas explican un 27% del aumento del paro visto en EE.UU. (gráfico 17). Asimismo, otro de los efectos de la nueva política migratoria es que la reducción del ritmo de crecimiento de la población activa extranjera también implicará que será necesario crear menos empleo para mantener la tasa de paro constante –con los actuales ritmos de crecimiento de la población activa prevista, una creación de 35 mil nuevos puestos de trabajo mensuales serían suficientes en vez de los 175 mil necesarios durante 2024 (gráfico 18)–.

17. EE.UU.: los despidos apenas explican un 27% del aumento del paro



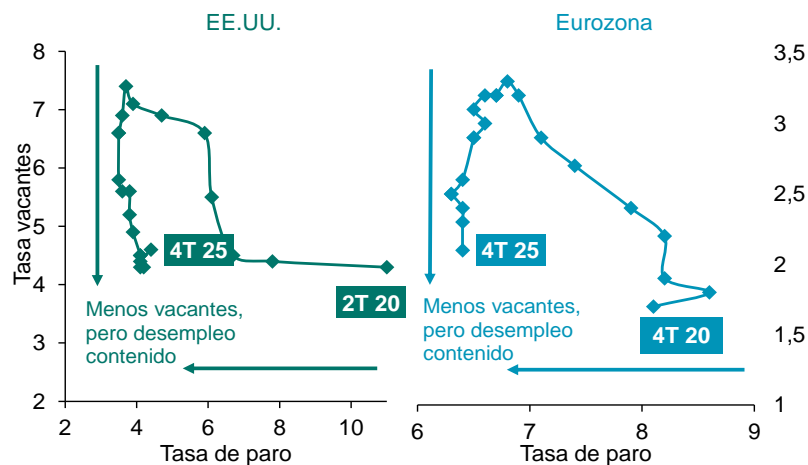
18. EE.UU.: creación de empleo y breakeven



Fuente: Bloomberg, Fed Dallas y Banca March.

Con todo ello, y teniendo en cuenta que el punto de partida del mercado laboral es muy positivo a ambos lados del Atlántico –en Estados Unidos partimos de una tasa de paro en el 4,4%, muy por debajo del 6,1% de promedio de los últimos 50 años, mientras que en la zona euro la tasa de paro se encuentra cerca de mínimos históricos del 6,3%–. Consideramos que, a lo largo de 2026, nos encaminaremos a un escenario de baja contratación, pero con los despidos contenidos y, por ello, habrá un aumento del desempleo gradual que permitiría que las tasas de paro se mantengan en niveles históricamente contenidos.

19. Vacantes sin cubrir siguen elevadas y las tasas de paro bajas

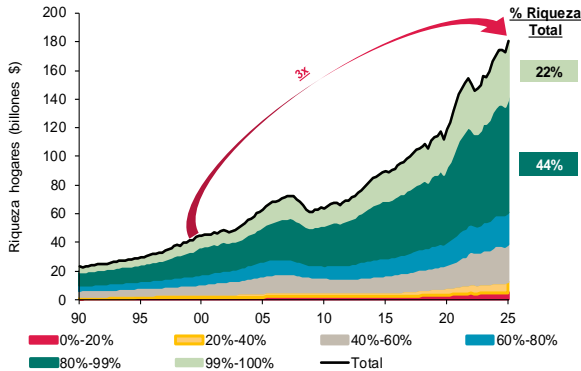


Fuente: Bloomberg y Banca March.

A pesar de un menor dinamismo del empleo, la mayor riqueza dará soporte al consumo.

El enfriamiento del mercado laboral será un freno, pero consideramos que el consumo privado se mantendrá sostenido, en gran medida por la mayor riqueza acumulada por los hogares y el hecho de que disponen de unos balances saneados. En Estados Unidos, la deuda de las familias sobre PIB ha descendido hasta el 68%, su mínimo desde el año 2000, una tendencia similar en el conjunto de la zona euro donde la deuda sobre PIB ha bajado hasta 51% (mínimos desde 2003).

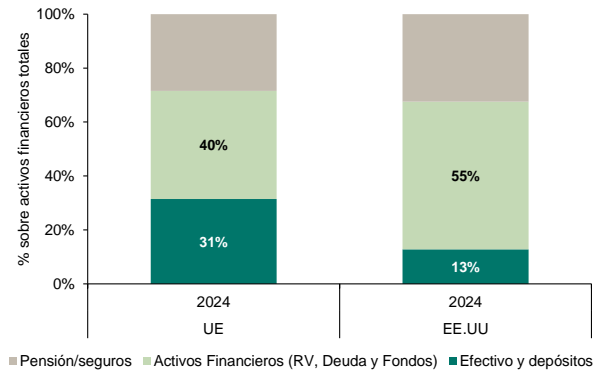
20. EE.UU.: la riqueza de los hogares se ha multiplicado por 3x en el último cuarto de siglo



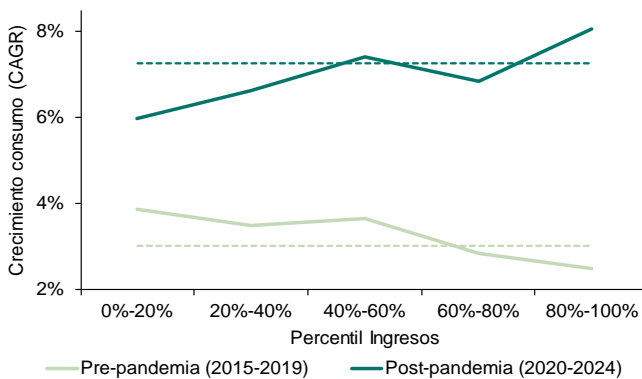
Fuente: Bloomberg, Fed Dallas y Banca March.

El aumento del valor de la vivienda y el buen desempeño de los mercados financieros han incrementado el patrimonio neto de las familias –desde comienzos de siglo, la riqueza acumulada por los hogares estadounidenses se ha multiplicado por 3x (gráfico 20)–. Este positivo efecto riqueza, suele actuar como un propulsor del consumo, sobre todo en Estados Unidos, donde los hogares tienen una mayor proporción de sus ahorros invertidos: de media en la UE el 30% del ahorro de los hogares se encuentra aparcado en efectivo y depósitos de baja remuneración, mientras que en Estados Unidos, el 55% de la riqueza financiera está invertida en el mercado de capitales y apenas 13% del ahorro se encuentra en liquidez, lo que amplifica este efecto riqueza para los hogares estadounidenses (gráfico 21).

21. Distribución riqueza financiera hogares



22. El consumo avanza apoyado en los hogares con mayores ingresos (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

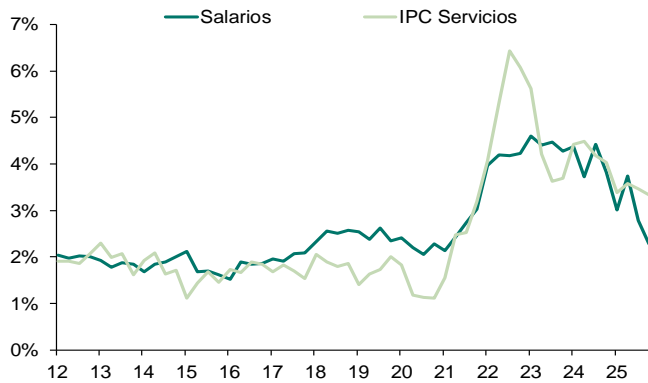
Por otro lado, la mayor riqueza se ha concentrado mucho y, actualmente, dos tercios del total se encuentra en manos del 20% de los hogares con mayores ingresos, que son aquellos que han tenido capacidad de ahorro.

Si bien esta tendencia crea evidentes fricciones y vulnerabilidades, a nivel agregado favorecerá el consumo privado dado que justamente este quintil de hogares con mayores ingresos explica por sí solo el 40% del consumo total.

El proceso de desinflación continuará.

A lo largo del año pasado, la inflación se ha estabilizado a nivel global, una tendencia que consideramos seguirá en los próximos trimestres. El descenso de la inflación se explica, en gran medida, por la corrección de los grandes shocks de oferta registrados tras la pandemia y también por una política monetaria restrictiva que ha sabido enfriar la economía sin romperla. Además, la energía ha pasado de ser el principal motor inflacionario a un ancla desinflacionaria: en concreto, el año pasado los precios del barril de Brent cayeron hasta un nivel promedio de 68\$ (un -14%). No anticipamos caídas adicionales de esta envergadura de cara a los próximos 12 meses y, por ello, ahora la nueva fase de moderación de la inflación deberá venir por el lado de los precios de los servicios.

23. Menor creación de empleo, menores presiones salariales (promedio EE.UU. y eurozona)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Desde nuestro punto de vista, con un menor dinamismo del empleo, el crecimiento de los salarios se moderará y, con ello, los precios de los servicios –el mayor componente del IPC– seguirán “normalizándose”.

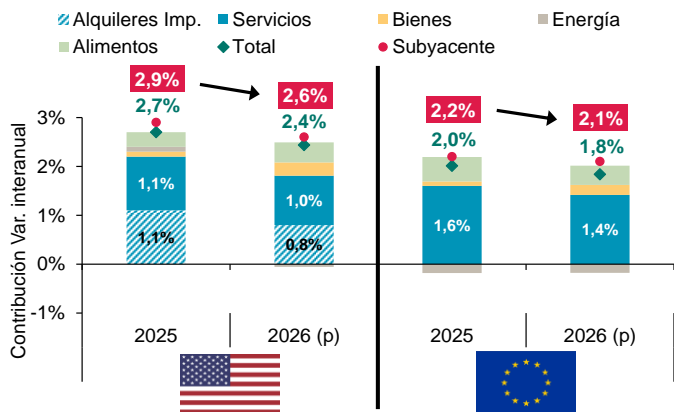
Una tendencia que está ganando intensidad, dado que, como muestra el gráfico, en la parte final del año pasado el aumento de los salarios a ambos lados del Atlántico en promedio se ha enfriado y avanzan ahora a niveles más cercanos al +2,5% frente al promedio del +4,2% registrado durante los tres años previos (entre 2022-2024).

De cara a 2026, anticipamos que la inflación

permanecerá algo más elevada en Estados Unidos que en la zona euro, pero en ambos casos, con una tendencia de estabilización en niveles cómodos para las autoridades monetarias.

Comenzando con la zona euro, el IPC acabó el año pasado convergiendo hacia el objetivo del BCE, situándose en el +2% interanual. e cara a 2026 consideramos que, con un ritmo de crecimiento de la actividad todavía modesto, no existen presiones internas en la economía que nos lleven a temer un repunte de los salarios y, con ello, una posible reavivación de la inflación. Además, se unen factores externos benignos: el euro se encuentra más apreciado y las mayores importaciones de bienes desde China ejercerá presión a la baja sobre los costes de importación (tanto en los bienes de consumo como en los intermedios).

24. La inflación estará contenida (IPC previsto 2026)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

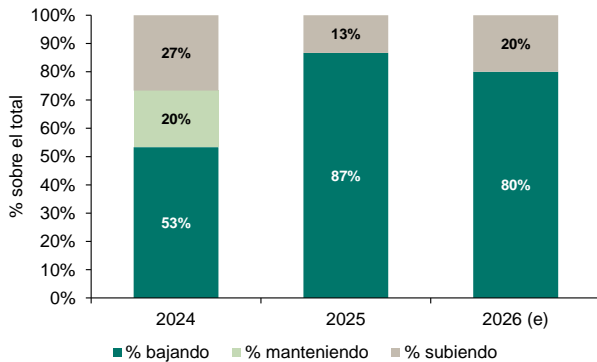
Por su parte, en Estados Unidos, el IPC se moderará en 2026 tres décimas adicionales hasta un promedio del +2,4%, mientras que la tasa subyacente se mantendrá algo más elevada (+2,6%) y en niveles todavía por encima de los objetivos de la Fed. La principal diferencia frente a la zona euro, se debe a que la introducción de mayores aranceles y una aceleración más intensa de la actividad, los precios de los bienes seguirán algo más tensionados al otro lado del Atlántico donde aumentarán a ritmos del +1,4% y explicarán tres décimas del IPC.

BANCOS CENTRALES

La política monetaria continuará acompañando al crecimiento: aunque con menor intensidad, las principales economías seguirán recortando el precio del dinero a lo largo de 2026.

Tras casi 2 años desde el inicio del ciclo global de recortes de tipos de interés, la relajación monetaria seguirá actuando de soporte para el crecimiento en un contexto de aterrizaje suave. No obstante, la incertidumbre derivada de las recientes tensiones comerciales impulsadas por la Administración Trump, que utiliza los aranceles como instrumento de negociación, obliga a los bancos centrales a actuar con una mayor cautela.

25. % de bancos centrales recortando tipos oficiales (G20)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Esperamos que la mayoría de las autoridades monetarias del G20 continúen manteniendo políticas monetarias menos restrictivas a lo largo de este año, si bien experimentarán un ritmo más contenido que en el pasado ejercicio —alrededor del 80% reducirá sus tipos de interés en 2026, por debajo del 87% observado en 2025—.

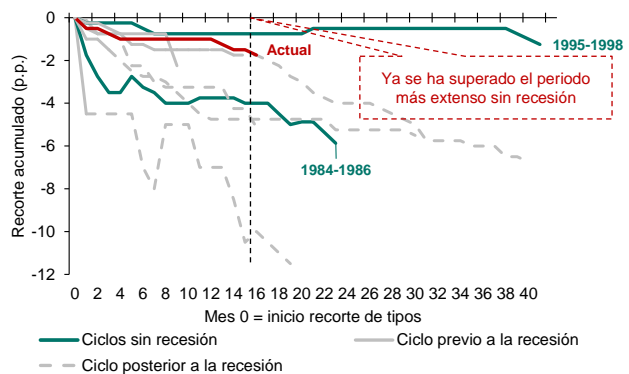
En el caso puntual de Estados Unidos, la trayectoria más lenta de bajadas por parte de la Reserva Federal —así como la pausa de 9 meses— confirma la fortaleza de un ciclo

económico resiliente, alejándose del patrón histórico que asocia los recortes de tipos con las recesiones.

El actual ciclo lleva ya 16 meses sin que se haya materializado una contracción, frente a un promedio histórico en el que las recesiones suelen aparecer 7 meses después del primer recorte. Incluso el episodio más tardío registrado —15 meses— ya ha sido superado. Todo ello refuerza nuestra visión de que la economía avanza hacia un aterrizaje suave, muy similar al de 1995.

En conclusión, pensamos que el sesgo continúa siendo acomodaticio, aunque cada vez menos intenso, en línea con una inflación más próxima a los objetivos y un crecimiento ligeramente por debajo de la media histórica.

26. Tipos interés Fed: recortes tras alcanzar su pico y recesiones^(*)

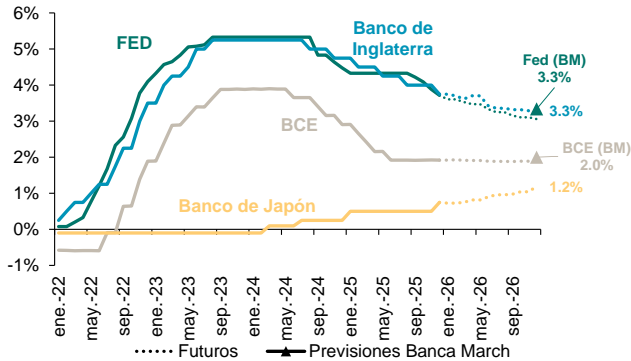


(*) Las líneas grises reflejan los recortes de tipos en aquellos ciclos en los que se produjo una recesión, y se transforman en punteadas en el momento que se produce la misma.

Fuente: Bloomberg y Banca March.

Seguimos anticipando dos recortes adicionales por parte de la Fed, mientras que el BCE no modificará el precio del dinero.

27. Previsión tipos oficiales



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Con todo lo anterior, esperamos que la Reserva Federal recorte los tipos oficiales en dos ocasiones durante 2026 llevándolos hasta niveles del 3,0% - 3,25%, con movimientos que no llegarán hasta bien adentrado el año. En paralelo, el BCE mantendrá los tipos inalterados.

En el gigante norteamericano, la Fed deberá reconsiderar los riesgos de su mandato dual. Por un lado, el mercado laboral continúa mostrando señales de debilidad, aunque con indicios de resiliencia en sectores clave y una tasa de paro contenida. A su vez, la inflación –

+2,7% interanual en diciembre– sigue por encima del objetivo de la autoridad monetaria, en un contexto en el que resurgen las tensiones comerciales con Europa, que podrían añadir presión sobre los precios y afectar el calendario de recortes.

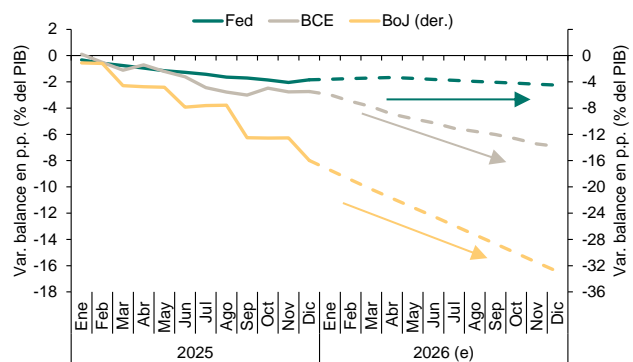
El BCE, en cambio, opera desde una situación más cómoda: la inflación avanza a ritmos del +1,9% interanual –en línea con su objetivo– y los tipos reales ya se sitúan cerca del 0%. Además, se espera una ligera reacceleración de la economía en la región, lo que reduce la urgencia de ajustes adicionales y respalda nuestra visión de que la autoridad presidida por Christine Lagarde no moverá sus fichas en el año.

Balances: la Fed mantendrá una política prácticamente neutral en 2026, mientras que otros bancos centrales continuarán retirando liquidez del sistema.

Mientras que la Fed mantendrá en 2026 una política prácticamente neutral en materia de balance —ligeramente expansiva durante el primer trimestre—, el resto de las autoridades monetarias continuarán retirando liquidez del sistema.

Después de más de tres años y medio, la Fed ha decidido poner fin al programa de reducción de balance (*quantitative tightening*, QT), el cual ha llevado los activos totales desde el 36% del PIB hasta el 22%. Ante la persistencia de tensiones en el mercado monetario y unas reservas en torno al 9% del PIB (vs. 12,5% al inicio del QT), la entidad estadounidense ha lanzado un programa de recompras de activos denominado *Reserve Management Purchase* (RMP) centrado en la adquisición de letras del Tesoro –si bien podría llegar a incluir bonos con vencimiento de hasta tres años–. El objetivo es estabilizar el nivel de reservas y suavizar episodios de fricción en el mercado monetario, tales como los observados en el último trimestre del año pasado.

28. Fed vs. BCE vs. BoJ: var. de balance (% del PIB)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Este programa, iniciado a mediados de diciembre con el objetivo de comprar unos 40.000 millones de dólares en letras del Tesoro en dicho mes, será relevante al menos hasta abril, momento en el que debería reducirse de forma natural. Además, se confirma que los vencimientos de las cédulas

hipotecarias (MBS) se reinvertirán también en instrumentos soberanos a corto plazo. Como resultado, estimamos que el balance de la entidad acabará el año ligeramente situándose ligeramente por encima del 21% del PIB, niveles todavía superiores al 19% previo a la pandemia.

Por otro lado, el BCE proseguirá retirando dinero de la economía durante 2026. Según nuestros cálculos, la institución europea se desprenderá de activos por un total de 502.000 M€ este año, llevando el balance desde el 39% del PIB al 34,8%, ya por debajo del 38,5% anterior a la pandemia. A diferencia de la Fed, la prioridad del BCE seguirá siendo normalizar el tamaño de su balance, consolidando una postura más restrictiva en este sentido.

Kevin Warsh: el candidato propuesto por Trump para suceder a Powell.

Tras incontables idas y venidas, Trump ha elegido a Warsh, antiguo miembro del Comité de Gobernadores entre 2006 y 2011, para reemplazar a Powell. El anuncio ha llegado con una anticipación similar a la de procesos anteriores –4 meses antes vs. los 3 meses promedio– por lo que la nominación finalmente ha seguido un patrón bastante estándar en este sentido.

El candidato destaca por ser un institucionalista —economista reconocido y con buena relación con Bernanke—, aunque también se ha mostrado crítico con algunas decisiones recientes de la Fed y más alineado con la idea de mantener tipos más bajos. No obstante, durante su etapa en la institución fue especialmente contrario a los programas de expansión del balance, formó parte del grupo que defendía retirar el *quantitative easing* (QE) con mayor rapidez y mantuvo un enfoque vigilante sobre la inflación.

Será relevante observar el proceso de sustitución, dado que el mandato de Stephen Miran, teóricamente, acaba de concluir. Aun así, el propio Miran ha señalado que permanecerá en su puesto hasta la llegada de su sustituto, algo jurídicamente posible. Esto abre dos escenarios: primero, que Miran se mantenga hasta mayo, coincidiendo con el final del mandato de Powell, y en esa fecha se produzca un doble nombramiento para Warsh (como gobernador y presidente); o segundo, que Warsh releve a Miran de forma inmediata como miembro del comité y posteriormente asuma la presidencia. Esta última alternativa parece más lógica, ya que permitiría al futuro presidente ganar margen para construir confianza y tejer alianzas en un comité que, en su última reunión, mostró una cohesión notable en torno a mantener los tipos sin cambios.

Por otra parte, continúa abierta la incógnita sobre qué hará Powell una vez concluya su mandato como presidente. Hasta la fecha, solo ha existido un precedente en el que, finalizado su mandato, un presidente de la Fed permaneció en la institución: Marriner Eccles, quien siguió tres años más a petición del presidente Truman. En el escenario actual, la salida anticipada de Powell –su cargo como gobernador finaliza en enero de 2028– generaría una vacante que podría ser utilizada para incorporar a otro perfil afín a Trump.

A nivel legislativo, la nominación de Warsh deberá pasar por el *Committee On Banking, Housing, and Urban Affairs* y posteriormente por el Senado –ambos con mayoría republicana–. No obstante, el senador republicano Thom Tillis ya ha manifestado su intención de bloquear cualquier candidatura hasta que concluya la investigación del Departamento de Justicia sobre Powell. Sin su apoyo, es difícil que un aspirante supere el primer filtro necesario para ser sometido a votación en el pleno.

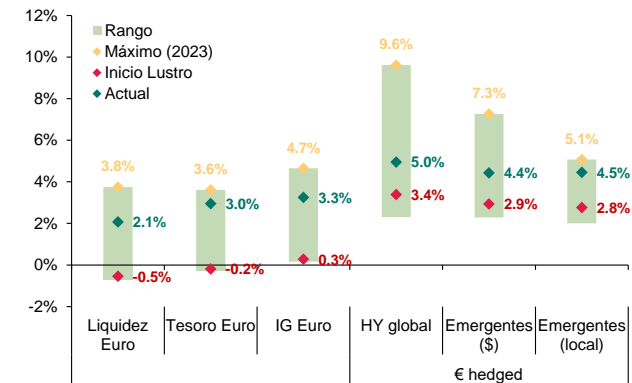
RENTA FIJA

Los bonos abandonan sus años dorados y arrancan el lustro con unos tipos de interés normalizándose. Rebajamos nuestra exposición a renta fija y nos mantenemos neutrales en el activo, con preferencia por el crédito corporativo de buena calidad.

Con cerca del 90% de los principales bancos centrales recortando el precio del dinero en 2025, el margen que ofrecen los bonos para batir a la inflación se ha ido estrechando y alejándose cada vez más de los niveles vistos en 2023. Si a esto le sumamos los estímulos fiscales que llegarán desde Estados Unidos, Alemania o Japón, junto con unos diferenciales de crédito en niveles históricamente bajos, el binomio rentabilidad riesgo que ofrece la renta fija nos resulta menos atractivo que en el pasado.

Frente a ello, hemos decidido reducir nuestra exposición en el activo hasta niveles neutrales después de casi tres años de sobreponderación. Por segmentos, seguimos priorizando el crédito de buena calidad, tanto en Estados Unidos como en Europa. En cuanto a la deuda soberana, nos mantenemos cautos ante unas cuentas públicas menos equilibradas y el riesgo inflacionista en caso de que Trump decida retomar su batalla arancelaria o pueda llegar a ejercer más presión sobre el nuevo presidente de la Fed para recortar tipos. Por último, reiteramos nuestra postura de que la liquidez no será suficiente para generar rentabilidades reales positivas y preservar el poder adquisitivo.

29. Evolución de Tires en el lustro y actual

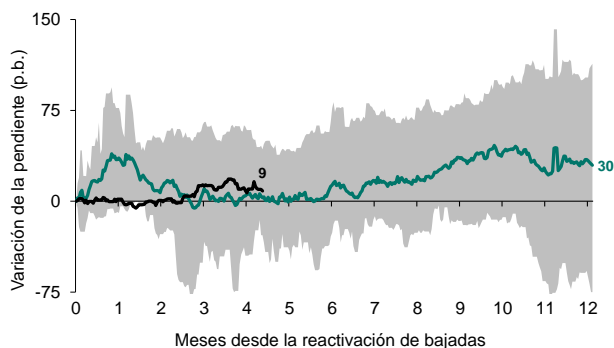


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las presiones sobre los déficits fiscales seguirán ganando fuerza en 2026 y restando atractivo a la duración.

A la espera de la aprobación de los presupuestos federales para este año, todo apunta a que el déficit fiscal estadounidense seguirá acrecentándose hasta alcanzar niveles próximos al 8% del PIB, equivalentes a unos 2,6 billones de dólares. Puesto en perspectiva, el desajuste de las cuentas públicas norteamericanas para este año superaría el PIB de economías como Canadá (2,3 billones) o Italia (2,5 billones).

30. EE.UU.: variación de la pendiente tras segunda bajada^(*)



(*) Reactivación de bajadas de tipos de interés: una vez iniciados los...

Incluso en un contexto de recortes de tipos oficiales, consideramos que la prima por plazo – compensación adicional que exigen los inversores por asumir el riesgo de variación en los tipos de interés a lo largo de la vida del bono– ganará protagonismo.

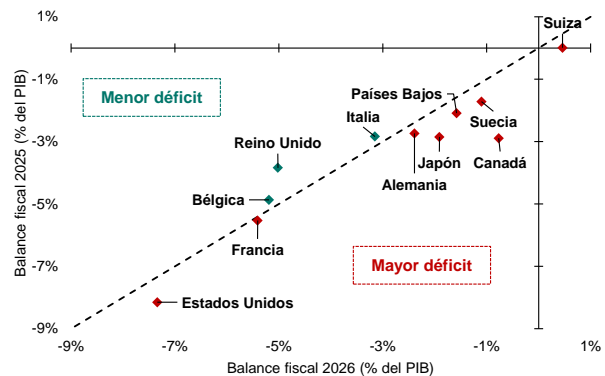
En el caso de Estados Unidos, además del mencionado deterioro fiscal, la historia muestra que, cuando la autoridad monetaria retoma las bajadas de tipos de interés tras una pausa – como ocurrió en septiembre de 2025–, la pendiente de la curva –diferencia entre el

rendimiento del bono a 10 años y a 2 años– suele ampliarse. Este movimiento responde, o bien a que la recesión ya ha comenzado y los mercados comienzan a poner en precio una pronta recuperación, o a que la economía se dirige hacia un aterrizaje suave, tal como sucedió en 1985 y 1998. En promedio,

un año después de la reanudación de los recortes, la pendiente se incrementa en +30 p.b. muy por encima de los +9 p.b. actuales, lo que ofrece margen para un repunte adicional de los tipos largos.

Dicho esto, el deterioro de las cuentas públicas no es exclusivo de Estados Unidos, ya que otras grandes economías como Alemania y Japón también se sumarán a la ola de estímulos. Por el lado del país germano, el Tesoro ha anunciado recientemente su intención de emitir en 2026 deuda por un valor de 512.000 M€ (un 62% en bonos), lo que supone un incremento del +20% de las emisiones respecto a lo realizado en 2025. En cuanto a Japón, la primera ministra Sanae Takaichi ha presentado un presupuesto récord de 122,3 ¥B (785.000 millones de dólares), un 6% por encima al correspondiente a 2025.

31. G-10: balance fiscal 2025 vs. 2026

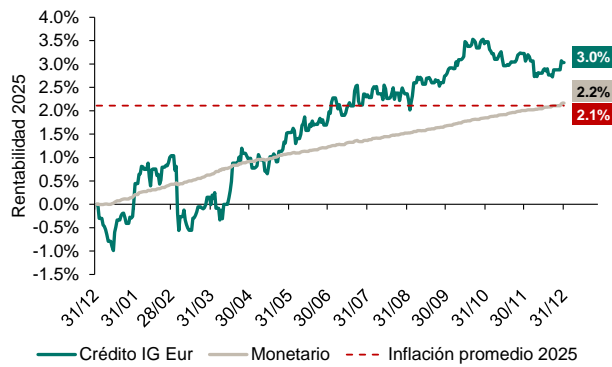


Fuente: O.E. y Banca March.

El crédito continúa siendo la mejor opción en renta fija, aunque con un potencial cada vez más limitado. Mantenemos nuestra preferencia por el segmento de mejor calidad.

La deuda corporativa seguirá siendo una de las opciones más consistentes para batir tanto a la inflación como al rendimiento de los depósitos, con una volatilidad contenida gracias a su mayor carry y a unos niveles de apalancamiento estructuralmente más bajos que en el pasado.

32. Rentabilidad 2025 por segmentos

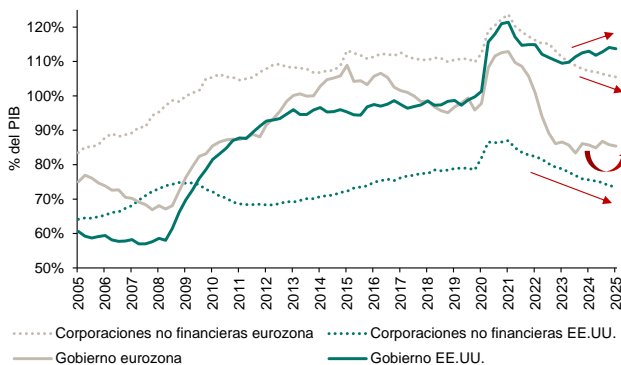


Fuente: Bloomberg y Banca March.

No obstante, tras un buen 2025 en el que el crédito europeo de buena calidad (IG) generó un retorno del +3%, mientras que el tipo de depósito apenas logró situarse por encima de la inflación, consideramos que el periodo de mayor atractivo ha quedado atrás. De cara a este ejercicio, anticipamos una rentabilidad del +2,7% para el segmento europeo de mayor calidad, por encima del soberano (+2,3%) y de la liquidez (+1,9%).

En el lado más positivo, el apalancamiento del sector privado mantendrá su tendencia descendente, mientras que los Gobiernos se moverán en la dirección opuesta a ambos lados del Atlántico.

33. Deuda como % del PIB por sector



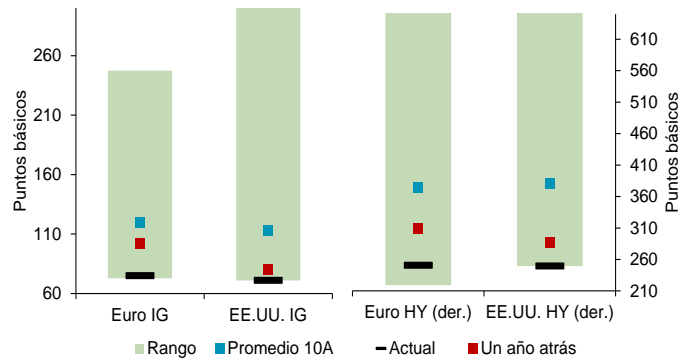
Fuente: BIS y Banca March.

Los fundamentales corporativos continúan siendo sólidos. El ratio de cobertura (EBITDA/gasto en intereses) se sitúa en 9,2x en el caso de la deuda IG europea frente al 6,5x estadounidense, ligeramente por debajo del promedio de los últimos años. En el segmento de peor calidad (HY), este ratio se sitúa en 4,9x en Europa y 2,7x en el país norteamericano. El mismo patrón se observa en el apalancamiento (deuda neta/EBITDA), con el IG en torno a las 2,5x y el HY a 3,6x, ambos en línea con su media histórica.

Dicho esto, las valoraciones –medidas a través de los diferenciales de crédito– se encuentran en niveles muy ajustados, lo que limita el potencial de rentabilidad.

En el caso del IG norteamericano, los diferenciales se comprimieron en -8 p.b. durante el último año, hasta los mínimos históricos actuales de 71 p.b. En paralelo, el IG euro se estrechó en -21 p.b. hasta alcanzar los 75 p.b., unos niveles no vistos desde 2018 que eliminan casi por completo el atractivo relativo del crédito europeo frente a su equivalente norteamericano. En el segmento del HY, la situación es bastante similar por lo que, considerando que la situación no es tan clara como en años anteriores, los diferenciales no compensan la incertidumbre vigente.

34. Crédito: diferenciales por segmento



Fuente: Bloomberg y Banca March.

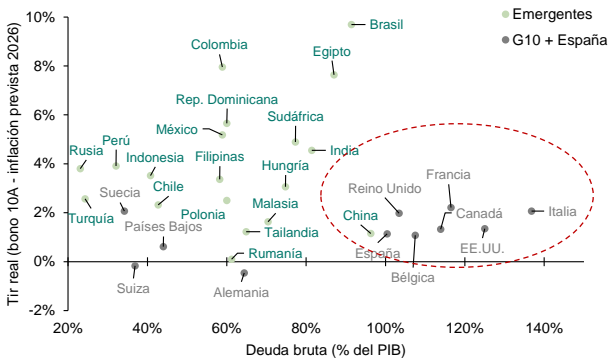
En conclusión, mantenemos la preferencia por la deuda de buena calidad, apoyados en su carry y en duraciones centradas en el tramo intermedio de la curva. No obstante, consideramos que otros segmentos como la deuda híbrida financiera y la deuda emergente, pueden aportar fuentes adicionales de retorno.

En un contexto de diferenciales estrechos, vemos valor en otros segmentos como son la deuda híbrida financiera y la emergente.

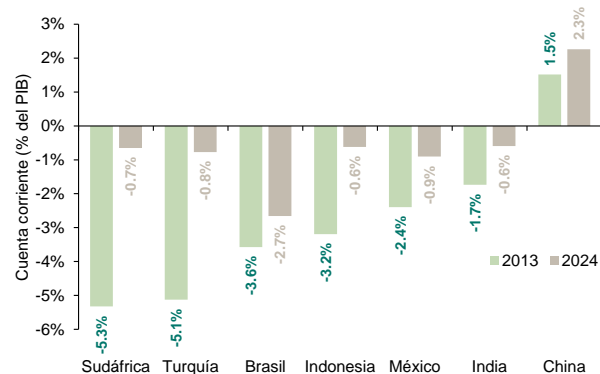
En el ámbito de mayor riesgo, percibimos un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo en la deuda financiera europea, que ofrece rentabilidades a vencimiento comparables al HY, pero con mayor estabilidad y una mejor calidad crediticia. Este posicionamiento se sustenta en la solidez del sistema bancario europeo, cuyo ratio CET1 –indicador clave de solvencia– ha aumentado hasta el 16,3% desde el 15% registrado hace tres años. Al mismo tiempo, la tasa de morosidad se ha estabilizado en torno al 1,6% desde mediados de 2022, muy por debajo del promedio histórico del 2,8%.

Por otro lado, seguimos viendo oportunidades en la deuda emergente, que cerró el último año con un comportamiento sobresaliente. El índice agregado en moneda dura (con divisa cubierta) registró un avance cercano al +9%, apoyado por la debilidad del dólar y por una mayor disciplina fiscal en comparación a la de los países desarrollados. Actualmente, la deuda bruta ronda el 69% del PIB en emergentes frente al 110% de las economías avanzadas.

35. Emergentes moneda local vs. desarrollados: deuda bruta como % del PIB



Fuente: Bloomberg, FMI y Banca March.



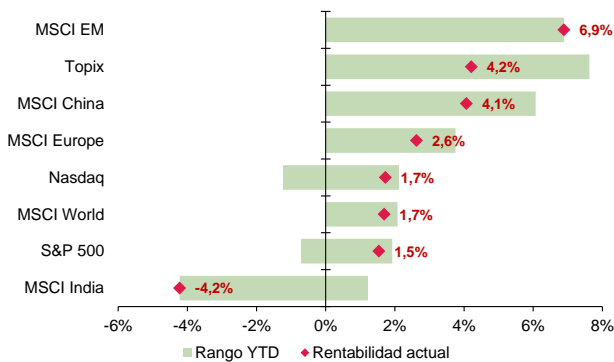
En cuanto a la deuda emergente en divisa local, combina rentabilidades reales atractivas a vencimiento con un nivel de apalancamiento más reducido en comparación a los desarrollados. A ello se suma la mejora de los saldos por cuenta corriente, que disminuye la dependencia del financiamiento externo y limita la vulnerabilidad de estos mercados ante episodios de tensión cambiaria.

De cara al futuro, valoraríamos incrementar la exposición a este segmento si el dólar se fortalece previamente. En otras palabras, este activo suele comportarse mejor en fases de debilitamiento del dólar, por lo que preferimos esperar un punto de entrada más favorable.

RENTA VARIABLE

Las bolsas comienzan el año en positivo, pese a las turbulencias geopolíticas y lideradas por emergentes y Japón.

37. Evolución YTD índices bursátiles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La renta variable global arranca el ejercicio con buen pie, impulsado por la extensión del ciclo económico, que incluye un escenario de tipos estable o decreciente, unos beneficios empresariales al alza y la todavía abundante liquidez en el sistema. Los avances bursátiles llegan además pese al movido inicio de año en lo geopolítico –Venezuela, Groenlandia, Irán– y sin que haya cristalizado un acuerdo Rusia-Ucrania, cuya invasión entra en el cuarto año.

En este inicio de 2026, dominan los avances los sectores de materiales (+11%), defensa (+9,6%) y energía (+7,2%), en contraste con el negativo inicio de financieras (-0,5%) y la tecnología (+0,9%), en este último a la espera de la publicación de resultados de las “grandes” del sector. A nivel geográfico, la bolsa emergente –menos India– y Japón lideran los avances, en el caso nipón tras la llegada de la primera ministra Sanae Takaichi y sus planes de estímulo fiscal. EE.UU. y Europa comienzan el año en positivo y los índices en o próximos a máximos históricos, destacando los 7.000 puntos del S&P 500.

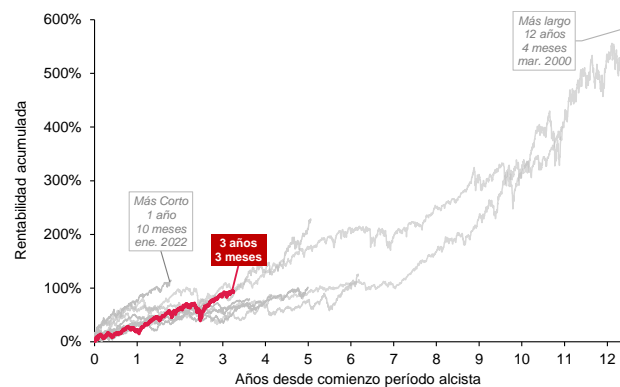
El ciclo bursátil no está maduro y le queda potencial

Este es el sexto mayor ciclo bursátil por rentabilidad entre los últimos once registrados desde 1949.

Hasta el momento, tanto su intensidad (+98%) como su duración (3 años y 3 meses) se sitúan dentro de parámetros habituales.

Por ello, aunque pueda persistir la percepción de que la bolsa ha avanzado de forma desproporcionada en los últimos meses, las cifras históricas no lo corroboran y consideramos que es demasiado pronto para hablar de un final de ciclo.

38. S&P 500: Rentabilidad y duración de los ciclos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

El entorno económico en el que nos adentramos ha demostrado ser históricamente favorable para los mercados bursátiles. Aunque prevemos un año volátil, en un contexto de renovadas tensiones geopolíticas y comerciales, el ciclo permanecerá respaldado por la resiliencia de la economía.

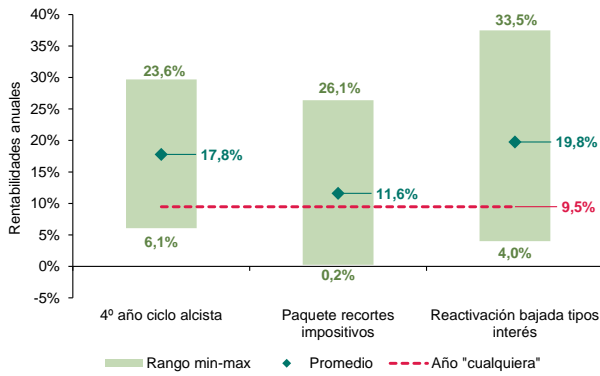
Nos adentramos en un entorno económico que, a la luz de la historia, tiende a ser favorable y ofrece retornos por encima del promedio.

En el gráfico se muestra cómo se ha comportado históricamente el S&P 500 cuando acontecen algunas de las características que concurren actualmente tales como el cuarto año de ciclo alcista, impulsos

fiscales y aterrizaje suave de la economía cuando los recortes de tipos se producen de forma lenta y acompasada.

El retorno promedio histórico en un cuarto año de ciclo alcista suele ser casi 6 p.p. superior al de un ejercicio típico del +9,5%.

39. Evolución S&P 500 tras tres eventos^(*)



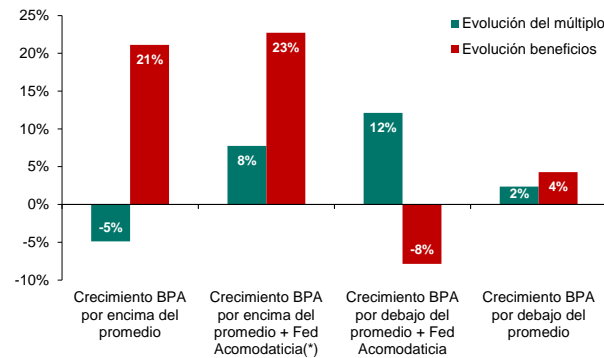
(*)Paquete recortes impositivos: incluye reformas fiscales en periodos no recesivos 1978, 2003, 2010, 2012, 2017.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por otro lado, los paquetes de recorte fiscal, como el recientemente aprobado en la OBBA (*One Big Beautiful Bill*), han generado en el pasado comportamientos bursátiles superiores al promedio de largo plazo, siendo paradigmático el aplicado por Obama en 2013, que impulsó avances del +26%.

Asimismo, la política monetaria se alinea con estos factores: en escenarios como el actual, caracterizados por una reactivación de los tipos de interés y la ausencia de recesión, las bolsas históricamente han doblado su retorno promedio.

Históricamente, escenarios con una Reserva Federal acomodaticia y con beneficios empresariales creciendo por encima del promedio han tendido a impulsar expansiones en los múltiplos. Por otro lado, las valoraciones actuales, aunque elevadas, resultan menos exigentes si se ajustan por los márgenes. Aun así, nuestras previsiones se mantienen positivas, incluso contemplando una eventual contracción de múltiplos.

40. Evolución múltiplo y beneficios según régimen de política monetaria y crecimiento BPA^(*)



(*) Fed Acomodaticia: años en los que se ha producido dos o más bajadas de tipos
Fuente: Refinitiv y Banca March.

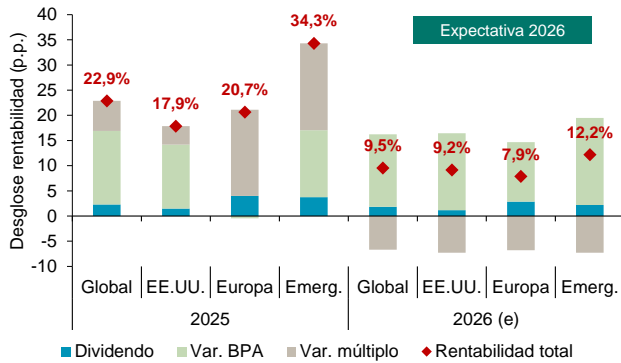
Anticipamos que, 2026, estará marcado por dos factores clave: una política monetaria acomodaticia por parte de la Reserva Federal y un crecimiento de los beneficios empresariales del +15%, muy por encima del promedio histórico, que se sitúa en el +8,3%. Cuando se han combinado ambos elementos en el pasado, el múltiplo de la bolsa —es decir, la cantidad de beneficios que los inversores están dispuestos a pagar por adquirir el índice— tiende a incrementarse en el 75% de las ocasiones. Asimismo, ninguno de estos años ha tenido un rendimiento negativo.

Más allá de la evolución de los múltiplos, es cierto que los niveles actuales son elevados. No obstante, existe una razón fundamental detrás:

los márgenes han acompañado estos avances. Si ajustamos el Per considerando este factor, las valoraciones actuales podrían calificarse como razonables.

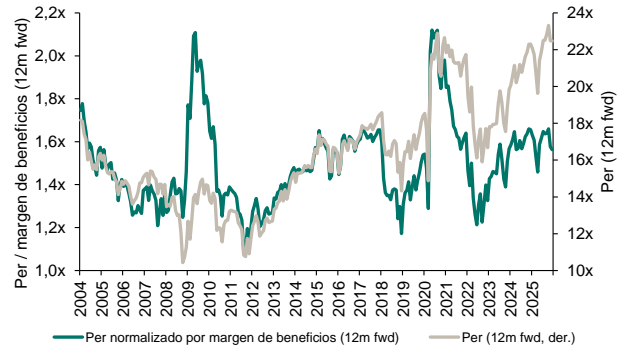
Sin embargo, en nuestras previsiones de retornos esperados para 2026, que estimamos entre el +9% y el +10% para la bolsa global, incorporamos un margen de seguridad y asumimos un retroceso en dichos múltiplos, lo que deja el retorno de este año completamente en manos de la evolución de los beneficios.

41. Desglose rentabilidad esperada 2026



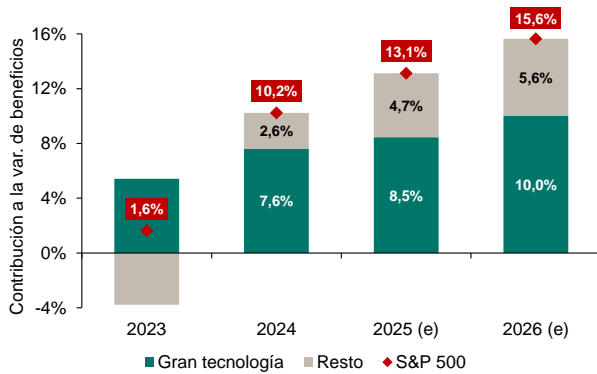
(*) Rentabilidades estimadas calculadas sobre los índices MSCI AC World, S&P 500, Stoxx 600 y MSCI EM
Fuente: Refinitiv y Banca March.

42. S&P 500: valoración ajustada por margen de beneficios



En cuanto a los beneficios, seguimos viendo un aumento en la participación, aunque la tecnología seguirá siendo el principal motor de crecimiento este año.

43. S&P 500: contribución en la variación de beneficios(*)



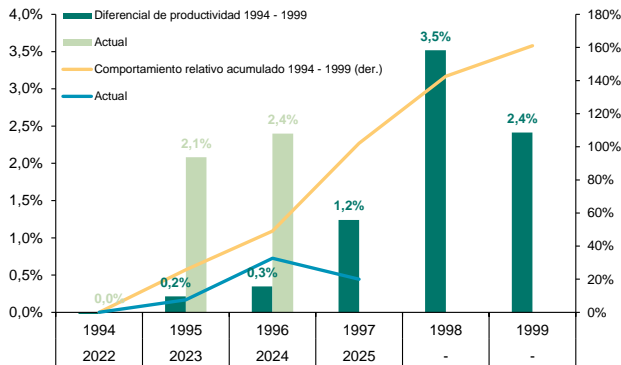
(*) Gran tecnología: tecnología + servicios de comunicación + consumo discrecional
Fuente: Refinitiv y Banca March.

En 2026, la distribución de los avances será más homogénea que en el pasado, ya que el 90% de las empresas del S&P 500 registrarán beneficios crecientes frente al 60% promedio de los últimos 4 años. Asimismo, las empresas fuera de la "gran tecnología"—etiqueta que los principales sectores donde el crecimiento de beneficios está impulsado por la innovación tecnológica—aportará un tercio del crecimiento este año, siendo también su mayor contribución en cuatro años.

Consideramos que los avances más repartidos, reducirán la dependencia de los valores tecnológicos, aunque su aportación seguirá siendo relevante para conseguir los elevados crecimientos estimados para este año.

A nivel regional, mantenemos nuestra preferencia por Estados Unidos frente al resto de mercados desarrollados. La mayor productividad de la economía debería reflejarse en un comportamiento bursátil superior. Además, los múltiplos se han mantenido estables gracias a una sólida expansión de los beneficios.

44. La mejor productividad se reflejará en el mejor comportamiento de las bolsas estadounidenses



(*) Diferencial productividad EE.UU. menos promedio Alemania, Francia y Japón / Comportamiento relativo S&P 500 vs. MSCI World ex USA. La productividad se mide como el incremento de PIB por persona empleada. Fuente: OCDE, S&P Global, MSCI y Banca March.

La mejora relativa de la productividad estadounidense que, en 2024, registró un diferencial de crecimiento del +2,4% debería seguir reflejándose en la renta variable, replicando el patrón observado en la segunda mitad de los años noventa, cuando tuvo lugar un proceso similar.

Además, aunque las valoraciones en EE.UU. siguen siendo elevadas, se han mantenido estables respecto al año anterior. El retorno de 2025 en las bolsas norteamericanas se ha explicado casi en su totalidad por el incremento de beneficios, a diferencia de otras regiones — como Europa— donde la expansión de múltiplos fue el principal motor de la rentabilidad, incluso mientras se revisaban a la baja las estimaciones

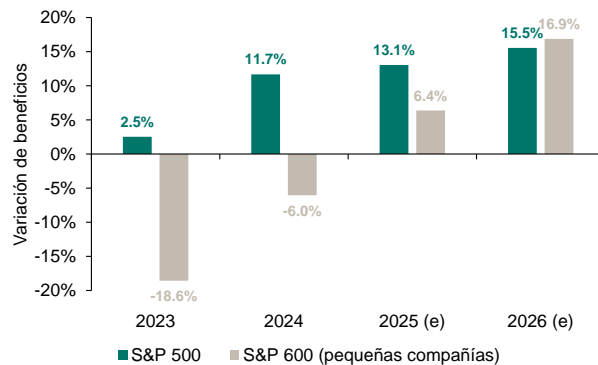
de beneficios para 2025, cuyo crecimiento finalmente ha sido nulo.

Asimismo, las compañías de menor capitalización en Estados Unidos se beneficiarán de una distribución más amplia del aumento de los beneficios, así como de la mejora económica y la reducción de los tipos oficiales. Todo ello, acompañado de valoraciones atractivas.

Con la peor fase de la guerra arancelaria ya detrás, las pequeñas compañías estadounidenses han iniciado el año con buen pie, consiguiendo una revalorización cercana al +6%. El segmento afronta los próximos meses con varios vientos de cola.

El principal apoyo provendrá del crecimiento de beneficios, que alcanzará el +16,9% interanual, por encima del +15,5% estimado para el S&P 500, un crecimiento que, de materializarse, será la primera vez desde 2021 que las empresas de menor capitalización crecerían más que las grandes. Además, sus valoraciones siguen siendo atractivas: las *small caps* cotizan con un descuento récord frente a las grandes superior al 25% cuando, históricamente, suelen hacerlo con una prima cercana al 4%.

45. Grandes vs. pequeñas compañías: variación de beneficios



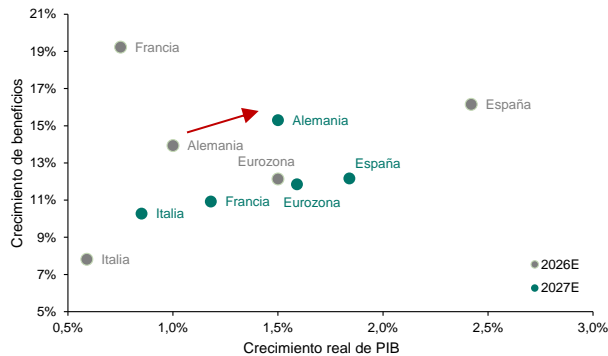
(*) S&P 600 : 600 compañías más pequeñas del S&P 1500. Fuente: Bloomberg y Banca March.

Los menores costes de financiación añaden un respaldo adicional, con un 40% de la deuda del segmento a tipo variable, frente al 10% de las grandes.

En conjunto, reafirmamos nuestra apuesta por las pequeñas compañías y consideramos que las valoraciones actuales no recogen plenamente la recuperación de los beneficios ni el entorno favorable esperado para este año.

Dentro de Europa, seguimos considerando que tanto la economía como los mercados bursátiles de Alemania se desmarcarán impulsados por el histórico paquete de estímulo fiscal aprobado el año pasado y por unas expectativas de beneficios que permanecen contenidas, a pesar de la mejora en el crecimiento del PIB.

4.6. El crecimiento de PIB no se refleja aún en los beneficios



Fuente: Refinitiv, Bloomberg, Oxford Economics y Banca March.

El impacto sobre el crecimiento se sentirá en 2026, pero será todavía más relevante en 2027. No obstante, al analizar la evolución prevista de los beneficios empresariales, observamos cierto desacople entre la expansión del PIB y los resultados corporativos. Alemania registrará en 2027 el mayor crecimiento desde 2022, duplicando el avance estimado para este ejercicio. Sin embargo, el incremento de las ganancias de las compañías alemanas apenas aumentará un punto porcentual ese mismo año.

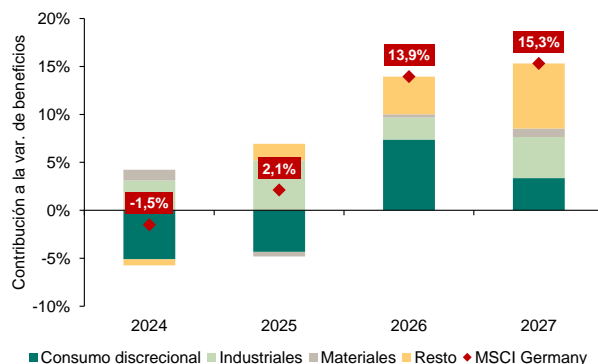
Al mismo tiempo, el despliegue en materia de defensa será muy significativo, con contratos planificados para Rheinmetall por valor de 32.000 millones de euros directos y 56.000 millones indirectos. A pesar de ello, consideramos que la aportación a los beneficios de los sectores favorecidos por las prioridades de inversión del Gobierno alemán es más reducida de lo que cabría esperar, por lo que podría ser revisada al alza en los próximos meses, especialmente de cara a 2027.

Este desajuste entre la evolución macro y la micro genera una oportunidad atractiva para incrementar la exposición al mercado alemán, que además mantiene unas valoraciones en términos de múltiplo de beneficios en línea con las del Eurostoxx 50 (DAX 14,6x y MSCI Europe 15,1x), incluso con un crecimiento previsto ligeramente superior al del índice europeo.

Tanto el DAX como el MDAX —que agrupa a compañías de menor tamaño con un perfil más doméstico— han sido capaces de registrar avances de hasta el +3%, aunque los recientes retrocesos han penalizado a SAP, que con su elevado peso, arrastra al DAX al negativo.

Desde nuestro punto de vista, los fundamentales corporativos en Alemania deberían mejorar progresivamente a lo largo del ejercicio, a medida que se vayan implementando los estímulos fiscales sin precedentes.

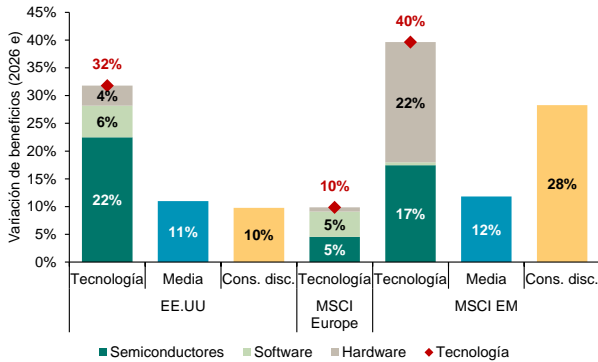
4.7. Contribución de beneficios de sectores más beneficiados por los estímulos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

El sector tecnológico continuará impulsado principalmente por el despliegue de la inteligencia artificial, con proyecciones de crecimiento de beneficios tan ambiciosas como las del año pasado. Asimismo, la reciente volatilidad ha generado unos niveles de valoración atractivos.

4.8. Perspectiva de beneficios por segmentos



Fuente: Refinitiv y Banca March.

como principal motor —aportando aproximadamente dos tercios del avance en Estados Unidos—, mientras que en Europa las contribuciones están más diversificadas. También destacan las expectativas en los mercados emergentes, donde las tecnológicas chinas desempeñan un papel determinante, junto con compañías asiáticas clave en la cadena de semiconductores, como la taiwanesa TSMC y las coreanas Samsung Electronics y SK Hynix.

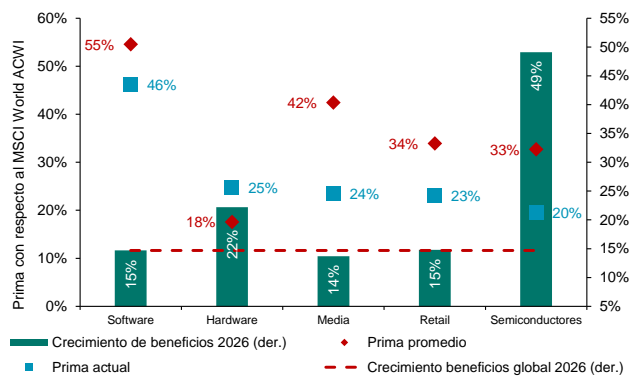
Por otro lado, las incertidumbres sobre la rentabilidad futura de las inversiones en inteligencia artificial han provocado que el sector, a pesar de los sólidos resultados, no haya avanzado con la misma intensidad que las estimaciones de beneficios. Esto sitúa a los distintos subsectores tecnológicos en sus niveles de valoración relativa más bajos desde agosto de 2020. Asimismo, las seis mayores tecnológicas presentan actualmente la menor prima frente al S&P 500 en la última década, salvo por las semanas del *Liberation Day*.

En definitiva, la ingente inversión vinculada al despliegue de la inteligencia artificial continuará siendo el principal catalizador del crecimiento del sector, que podría encadenar su segundo año consecutivo con incrementos de beneficios superiores al +30%.

Con la publicación de los resultados de varias de las grandes tecnológicas, las dudas sobre el despliegue de la inteligencia artificial se incrementan, aunque los fundamentales siguen siendo sólidos.

Los resultados de Microsoft y Meta aportan mayor visibilidad al despliegue de la IA, pues ambos planean incrementar sus planes de inversión. Mientras, Microsoft, sigue apuntando a la escasez de capacidad de computación. Estas señales respaldan las elevadas previsiones de crecimiento de beneficios del sector, que alcanzan el +32%, con los semiconductores

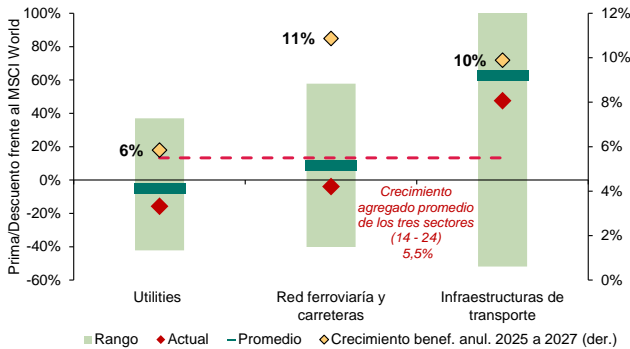
4.9. Primas de valoración por debajo del promedio



Fuente: Refinitiv y Banca March.

El incremento sostenido de la demanda de energía eléctrica, junto con la necesidad de desarrollar nuevas infraestructuras que respalden el avance de la inteligencia artificial, actuará como catalizador del crecimiento en las infraestructuras cotizadas.

50. Per12(e) y crecimiento en infraestructuras



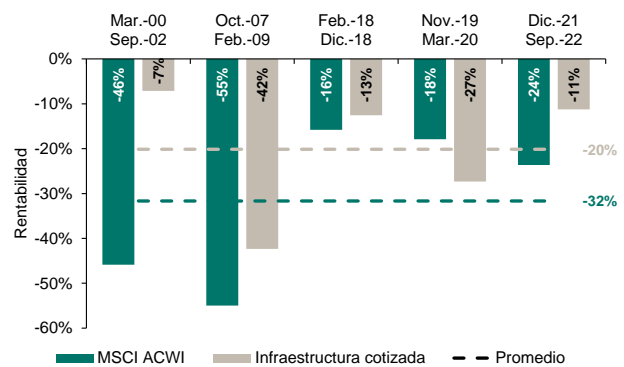
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Se trata de un segmento de carácter defensivo, cuyo crecimiento en beneficios previsto para los próximos años se sitúa ligeramente por encima del registrado en la última década, y que probablemente se revisará al alza a medida que se consolide la nueva demanda derivada de estos desarrollos. Asimismo, puede actuar como elemento de protección en episodios de volatilidad, ya que históricamente ha mostrado un comportamiento relativo superior en momentos de caídas abruptas de los índices.

Por todo ello, identificamos una combinación interesante entre su componente defensivo, el potencial de crecimiento adicional asociado al auge de la IA y unos atractivos niveles de valoración.

Toda revolución tecnológica, además de acelerar el crecimiento, provoca disrupciones en otros sectores. Uno de los principales beneficiados de la creciente demanda estructural de energía es el segmento de infraestructuras. Dentro de este ámbito, las instalaciones de generación eléctrica son las que reciben el impacto más directo, aunque la expansión de los centros de datos también requiere nuevas conexiones y redes de transporte energético.

51. MSCI ACWI vs. infraestructura cotizada(*) en caídas desde máximos superiores al -15%.



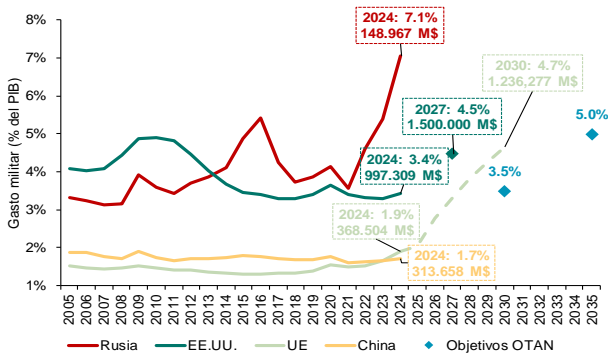
(*) Infraestructura cotizada: 60% MSCI ACWI Utilities + 30% MSCI ACWI Transportation + 20% Alerian MLP Index
Fuente: Refinitiv y Banca March.

El sector de la defensa: de gasto discrecional a necesidad estratégica.

Más allá de la invasión de Ucrania, que entra en su cuarto año, el reciente contencioso sobre Groenlandia y el Ártico evidencia el riesgo de aislamiento geopolítico europeo, impulsando la necesidad de autosuficiencia del Viejo Continente en materia de defensa.

Para lograrlo, la UE viene desplegando los programas SAFE –Soberanía y Autonomía de las Fuerzas Europeas–, que provee hasta 150.000 millones de euros en compras conjuntas, y ReArm –Resiliencia y Armamento–, plan de choque dotado con 800.000 millones en cinco años para facilitar la mutualización inversora, la modernización de los ejércitos y el refuerzo de la producción local.

52. El ReArm Europe permitirá anticipar los objetivos de la OTAN



Fuente: Banco Mundial, SIPRI, Comisión Europea, Refinitiv y Banca March.

Ambos marcos incentivan la industria local: actualmente el 50% de los contratos queda en Europa, pero el objetivo estratégico del Programa Europeo de Industria de la Defensa – EDIP–, es alcanzar el 70% para reducir la dependencia externa. Para facilitar este rearme masivo sin asfixiar las economías nacionales, la Comisión Europea ha activado una cláusula de escape fiscal. Esta medida permite a los Estados miembros excluir el incremento del gasto militar del cómputo del déficit público, proporcionando el oxígeno financiero necesario para ejecutar dichos programas.

A esta presión interna se suma la postura de Donald Trump, quien en este inicio de 2026 anunciaba un incremento drástico del presupuesto de defensa estadounidense, hasta 1,5 billones de dólares para el año fiscal 2027, equivalente al 5% del PIB y +66% vs. el presupuesto de 900.000 millones de dólares aprobados por el Congreso en 2026. Mientras tanto, Trump exige a Europa una autonomía financiera total, acelerando la ruptura del paraguas de seguridad transatlántico.

Las fundamentales justifican las valoraciones extendidas

Desde el punto de vista de inversión, y si bien el sector presenta valoraciones extendidas tras años de subidas, los fundamentales de 2026 justifican el optimismo.

Las compañías mantienen carteras de pedidos históricas que garantizan visibilidad de ingresos por décadas, respaldadas por las promesas de gasto gubernamental que ahora gozan de protección fiscal ante el déficit. En concreto, el mencionado compromiso de elevar al 70% los contratos con sello europeo aseguran una cuota de mercado cautiva para los líderes industriales del continente.

En definitiva, creemos que la magnitud de estos contratos y la urgencia estratégica de la soberanía defensiva se impondrán a las métricas de valoración tradicionales, en el entorno de 30x beneficios en la actualidad, consolidando al sector como un activo estructural resiliente.

53. El mayor crecimiento se refleja en las valoraciones.

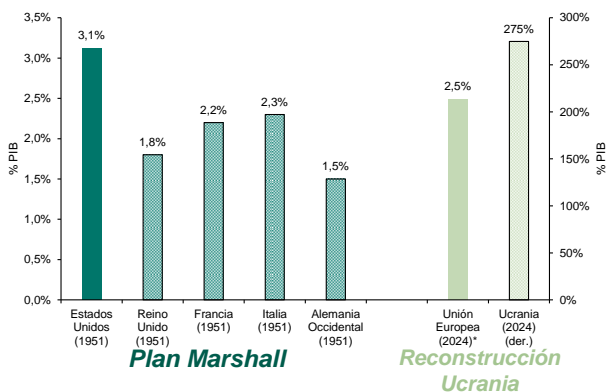


Fuente: Refinitiv y Banca March.

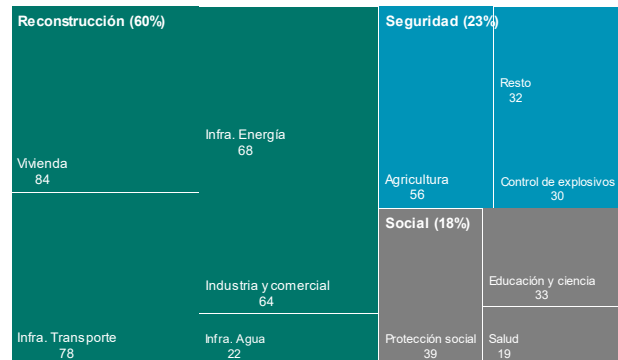
Ucrania y su posible acuerdo de paz: nuevas oportunidades de inversión.

El fin del conflicto de Ucrania, actualmente en fase de negociación intensa y directa, generaría nuevas necesidades de reconstrucción del país que la UE estima con una dotación presupuestaria del 2,5% del PIB, un esfuerzo inversor inferior al que en su día supuso el Plan Marshall estadounidense que desplegó una ayuda del 3,1% del PIB. El foco de la reconstrucción se centrará en el lado físico (infraestructuras y vivienda), lo que beneficiará principalmente a sectores y compañías ligadas a las materias primas, la construcción y financieros con lazos en Europa del Este.

54. Plan Marshall vs. necesidades de reconstrucción Ucrania



55. Reconstrucción destinada mayormente a infraestructuras



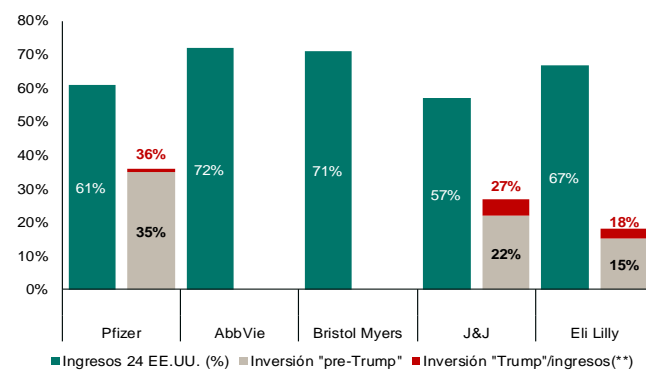
(*) Plan Marshall: Crafts, Nicholas (2011). *The Marshall Plan : a reality check*. Coventry: Department of Economics, University of Warwick. (CAGE Online Working Paper Series, number 49) / Reconstrucción Ucrania: Banco Mundial: *Rapid Damage and Needs Assessment 4*. Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sector salud: riesgo regulatorio más comedido.

La percepción de riesgo regulatorio en el sector salud se ha transformado significativamente en los últimos meses, gracias al acuerdo comercial EE.UU.-UE y a los pactos estratégicos alcanzados entre la Administración estadounidense y las grandes farmacéuticas.

Estos arreglos, fundamentados en un modelo de colaboración voluntaria en lugar de imposiciones punitivas, han permitido que compañías como Pfizer, Eli Lilly o Novo Nordisk reduzcan hasta en un 85% el precio de algunos fármacos –acuerdos en medicamentos contra la obesidad GLP-1 y anticoagulantes– a cambio de un alivio en las presiones arancelarias y de incentivos para repatriar la producción a suelo estadounidense, con un impacto negativo acotado en sus cuentas de resultados.

56. Trump aprieta, pero no ahoga^(*)



Los acuerdos se consiguen además con niveles de compromiso inversor adicional en EE.UU. razonables, si atendemos a los ingresos generados por las grandes farmacéuticas estadounidenses en su mercado doméstico y el incremento de la inversión anunciada hasta la fecha (gráfico 56), producto de la presión de Trump.

(*) Inversiones anuales en EE.UU. anunciadas comparadas con cifra ingresos.
 (**) Inversión "Trump"/ingresos: en el caso de AbbVie y Bristol Myers, suponen el 25% y el 23% respectivamente.
 Fuente: Bloomberg, compañías, Casa Blanca, Refinitiv y Banca March.

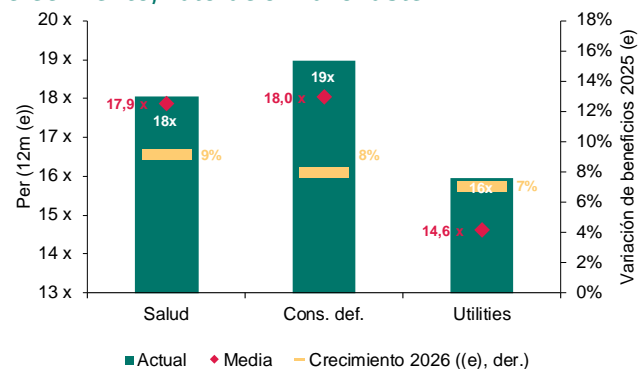
Mantenemos la sobreponderación en salud: positivo crecimiento, valoración razonable.

Tras un año 2025 en conjunto complicado para el sector, causado en parte por los mencionados aspectos regulatorios, creemos que los factores favorables terminarán por imponerse.

Para comenzar, las estimaciones de crecimiento en 2026 siguen siendo favorables y cercanas al doble dígito. Mientras tanto, el descuento del sector frente al resto del S&P 500, medido en términos de Per, es muy atractivo con una valoración actual del sector de 18x, en línea con su media histórica.

Tenemos además en cuenta su condición de sector anticíclico, con demanda de fármacos, servicios médicos y dispositivos quirúrgicos muy resiliente, lo que proporciona una seguridad adicional frente a la volatilidad de otros sectores más sensibles al ciclo económico. Nuestra preferencia por el sector se complementa con las tendencias demográficas estructurales, que incluyen un envejecimiento poblacional y el incremento de las enfermedades crónicas, así como una expectativa de reactivación del mercado de fusiones y adquisiciones, con una reserva de efectivo sectorial próxima a los 200.000 millones de dólares por parte de las grandes farmacéuticas.

57. Salud vs. sectores defensivos: mayor crecimiento, valoración razonable



Fuente: Refinitiv y Banca March.

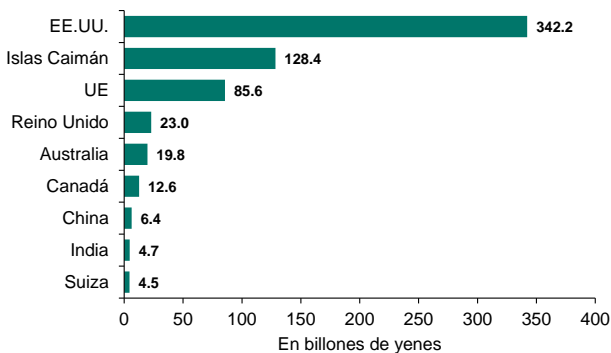
DIVISAS

Tras un año 2025 negativo, la desconfianza en torno al billete verde se acentúa y la cotización se aproxima a 1,20 EUR/USD.

El dólar cerró 2025 con una caída del -11,8% frente al euro, la mayor desde 2017. El retroceso fue similar para el índice dólar, que mide su valor frente una cesta de las seis principales divisas a nivel global. La caída respondió a diversos factores, como fueron la incertidumbre sobre las políticas arancelarias de Trump, una ralentización del crecimiento estadounidense –pasó de +2,8% en 2024 a +2,2% en 2025– y los recortes de tipos de interés aplicados por la Fed, en tres ocasiones hasta el 3,50%-3,75%.

Japón emerge como nuevo factor clave en la reciente debilidad del dólar.

58. EE.UU.: destino favorito de la inversión nipona



Fuente: Bloomberg, Banco de Japón y Banca March.

La más reciente depreciación del dólar se interpreta en clave japonesa, ante la posibilidad de una intervención coordinada de Japón, con el respaldo tácito de Estados Unidos, para frenar la debilidad de la divisa japonesa.

Esta intervención se materializaría mediante la venta de activos denominados en dólares y la compra directa de yenes, lo que incrementaría la oferta del billete verde y reforzaría la demanda de la moneda nipona.

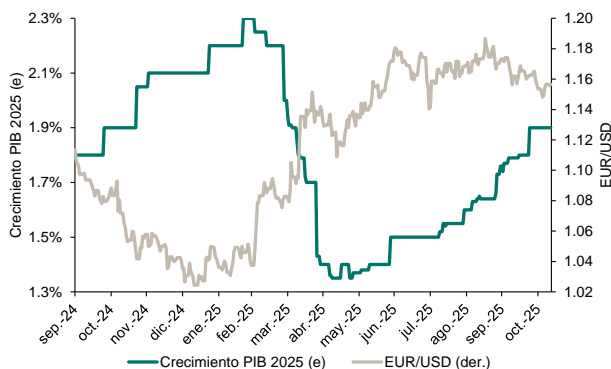
La mera expectativa de estas operaciones suele ser suficiente para provocar ajustes rápidos en el tipo de cambio, especialmente en un contexto

de elevada sensibilidad a las señales de política cambiaria. Y es que en palabras de Trump: “soy de los que prefieren un dólar fuerte, pero un dólar débil te hace ganar muchísimo más dinero”. De todas formas, y aunque la expectativa es alta, el Tesoro de EE.UU. se muestra contrario a la intervención, lo que no impide que la volatilidad se mantenga a corto plazo.

En este contexto, el gráfico 58 resulta especialmente relevante, al poner de manifiesto la magnitud de las inversiones japonesas en activos cotizados en el exterior, concentradas de manera muy significativa en EE.UU. Esta elevada exposición proporciona a Japón una capacidad efectiva de intervención, de producirse, a través de la liquidación parcial de activos en dólares.

Los factores a favor y en contra de la apreciación del dólar salen a relucir.

59. El diferencial de crecimiento americano se ha recuperado



Fuente: Bloomberg y Banca March.

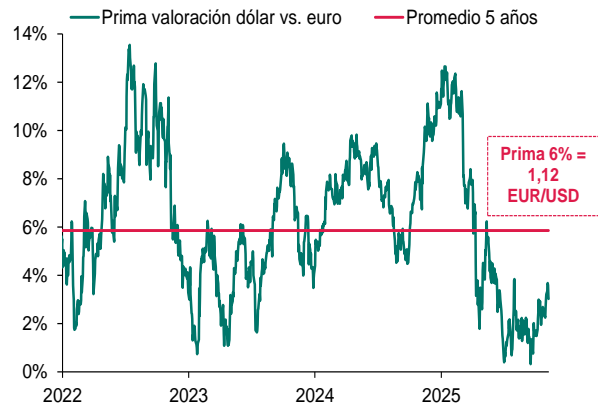
El efecto “Trump” oculta, de momento, aspectos que son favorables para el billete verde. En primer lugar, destacamos la fortaleza relativa de la economía estadounidense que, impulsada por una política fiscal expansiva, podría provocar la reacceleración del PIB hasta niveles cercanos al +3% este año, el doble que el crecimiento previsto para la eurozona.

Por otro lado, el incremento en la inversión en IA, con proyecciones de gasto de capital en 2026 superior a los 500.000 millones de dólares procedente de los hiperescaladores, atraerá capital al otro lado del Atlántico, lo que otorgará soporte al dólar. Asimismo, la reducción del

superávit comercial de la eurozona frente a EE.UU. generada por la entrada de aranceles debería servir de apoyo a la divisa estadounidense. Por último, mencionamos el factor de momento que suele apuntar a la apreciación del dólar en años de elecciones de mitad de mandato como el actual, aunque el impulso suele desaparecer una vez celebrado el evento.

Frente a esto, la expectativa de nuevos recortes de tipos en 2026 hasta niveles neutrales próximos al 3%, podrán disminuir el atractivo de los activos denominados en dólares. En la Fed también habrá relevo de Powell este año, lo que introduce incertidumbre sobre la futura dirección de la política monetaria y la independencia del organismo. Por otro lado, pueden pesar en negativo un elevado y sostenido déficit fiscal y comercial estadounidense, su sobrevaloración histórica vs. euro y las dudas crecientes en torno a su condición de moneda reserva.

60. Esperamos como mucho una vuelta a la prima promedio



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Cautela con las compras de dólar a corto plazo. Mantenemos niveles estratégicos de venta.

El euro-dólar ha alcanzado el nivel psicológico de 1,20 EUR/USD situándose por encima de nuestras estimaciones de valor razonable para este inicio de año. Esta ruptura responde, fundamentalmente, a factores de naturaleza política y a la excepcionalidad de la narrativa japonesa, que han forzado al cruce más allá de su rango reciente de cotización. En este contexto, el sesgo de riesgo a muy corto plazo aconseja cautela, ya que la inercia actual podría retrasar el retorno del par a su nivel fundamental.

Consideramos poco oportuno incrementar la exposición al dólar en los niveles actuales, esperando a que la volatilidad generada por el “factor Japón” se disipe. No obstante, nuestra convicción en los pilares que sostienen al billete verde –fortaleza de su economía, diferencial favorable de tipos, el flujo de inversión hacia la IA y su condición de moneda de reserva global– permanece intacta. Mantenemos así nuestra hoja de ruta: aprovecharemos el retorno a la zona de 1,12-1,14 EUR/USD como ventana estratégica para la toma de beneficios, reafirmando nuestro posicionamiento estructural a medio plazo.

La libra esterlina recupera algunas posiciones en enero, tras un 2025 con caídas.

La divisa británica cerró 2025 con una depreciación del -5% frente a la moneda única. Pesaron en la ecuación la desaceleración económica interna, la incertidumbre fiscal y una política monetaria más agresiva por parte del Banco de Inglaterra en comparación con el BCE. El año 2026 se inicia con pequeños avances del +0,5% frente al euro, en niveles de 0,869 EUR/GBP.

El Banco de Inglaterra y el nuevo presupuesto fiscal: dos pilares con efectos contrapuestos sobre la libra.

En su reciente reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra se decantó por recortar tipos en -25 p.b., hasta el 3,75% en una ajustada votación de 5 a 4. La expectativa en la moderación de la inflación – +3,4% interanual en su última lectura de diciembre– y la necesidad de aliviar la presión sobre los hogares –traducido en una bajada inmediata de las hipotecas de tasa variable desde este mes de enero– influyeron finalmente en la decisión.

En el frente político, la canciller de Hacienda Rachel Reeves presentaba en noviembre el presupuesto de otoño, centrado en elevar la recaudación para cerrar el déficit público. En concreto, se anunciaron incrementos por valor de unos 26.000 millones de libras para 2029-2030, con aumento del impuesto

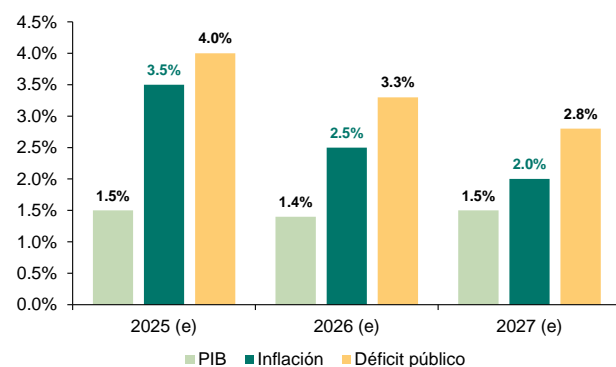
sobre los dividendos –del 8,75% al 10,75% para la tasa básica en 2026– y la extensión de la congelación de los umbrales del impuesto sobre la renta hasta 2031. El presupuesto incluyó una inyección de fondos para reducir las listas de espera del Servicio Nacional de Salud y una congelación de las tarifas reguladas de trenes para 2026. A nivel corporativo, el presupuesto confirmó el aumento de las contribuciones de los empleadores a la seguridad social y una subida del salario mínimo a partir de abril de 2026.

En definitiva, un equilibrio de fuerzas contrapuestas que combina una política monetaria expansiva, empeorando el todavía atractivo diferencial de tipos de Reino Unido vs. eurozona, con un presupuesto restrictivo, que tiene por objetivo consolidar las finanzas públicas y generar confianza y credibilidad en la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo, y por ende, de la divisa.

No vemos de momento oportunidad de entrada en la libra, con rango 0,85-0,90 EUR/GBP.

A la luz de lo expuesto, creemos que la presión sobre la libra esterlina no cederá. El Banco de Inglaterra ha retomado la senda de recorte de tipos, aunque creemos que tras las cuatro reducciones vistas en 2025 se lo tomará ahora con más calma. En el extremo contrario, el desajuste de sus cuentas públicas, un crecimiento poco dinámico y la baja productividad de la economía seguirán pesando sobre la divisa. Por todo ello, nos mantenemos neutrales en un rango ajustado de la banda de fluctuación ahora de 0,85-0,90 EUR/GBP, a la espera de oportunidades.

61. Reino Unido: estimaciones macro



Fuente: OBR, FMI y Banca March.

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 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 ningún modo, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.