



HOUSE VIEW

OBJETIVO: REABRIR
EL ESTRECHO DE ORMUZ

Objetivo: reabrir el estrecho de Ormuz

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				●		

Un conflicto en un punto estratégico clave: objetivo reabrir el estrecho de Ormuz.

El principal daño económico de este conflicto proviene de la interrupción de los mercados energéticos mediante la interrupción del tráfico en el estrecho de Ormuz. Este paso marítimo es el segundo corredor con mayor tránsito de petróleo del mundo, solo por detrás del estrecho de Malaca. A diferencia de este último –que sí dispone de rutas alternativas–, Ormuz apenas cuenta con opciones de desvío, limitadas esencialmente a dos oleoductos.

Por un lado, el oleoducto de Abu Dabi tiene una capacidad de 1,8 mbd, de los que 1,1 mbd ya se utilizan, dejando únicamente un margen disponible de 0,7 mbd.

Por otro, el sistema Abqaiq–Yanbu, en Arabia Saudí, dispone de una capacidad original de 5 mbd, ampliada –según su operadora– hasta 7 mbd, aunque este nivel aún no ha sido probado. Con un uso actual de 2 mbd, su capacidad ociosa se sitúa entre 3 y 5 mbd.

En el escenario más favorable, ambos oleoductos podrían absorber hasta 5,7 mbd adicionales, lo que equivale a menos del 30% del volumen de crudo que transita por el estrecho de Ormuz.

1. Escasas alternativas ante un cierre



Fuente: IEA y Banca March.

2. Interrupción temporal en el tráfico de buques

Vista satélite de buques de petróleo y gas



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por el momento, la Guardia Revolucionaria iraní insiste en que no permitirá la salida de petróleo hasta que cesen los ataques de EE.UU. e Israel. Mientras, las aseguradoras han cancelado sus coberturas y el precio de los fletes de los grandes petroleros se ha disparado, llegando a cuadruplicarse frente al precio de febrero. Mientras, se acumulan los buques en conglomerados a ambos lados del estrecho, a la espera de contar con suficientes garantías para reanudar la navegación.

Trump ha anunciado que la Marina estadounidense escoltará a los petroleros y que el Gobierno ofrecerá seguros “a un precio muy razonable”. Para ello, la Corporación Financiera de Desarrollo Internacional actuará como reasegurador de las aseguradoras privadas, con una capacidad de hasta 20.000 millones de dólares.

Existen precedentes históricos de despliegue de escolta naval: durante la *Operación Earnest Will* (1987), EE.UU. protegió a los petroleros kuwaitíes frente a los ataques iraníes. A estos esfuerzos se suma ahora la propuesta de Emmanuel Macron, que planea unirse a las labores de escolta “una vez pase la fase más crítica del conflicto”.

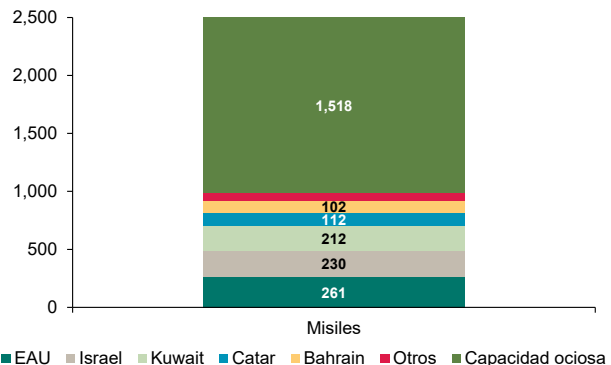
La capacidad de reacción iraní queda en entredicho conforme pasan los días.

La narrativa de un posible “as bajo la manga” tecnológico por parte de Irán –especulado a menudo como una nueva generación de misiles hipersónicos o sistemas de defensa avanzados– choca frontalmente con la realidad de una guerra de desgaste. Y, si bien es cierta la carencia del factor sorpresa ante las avanzadas defensas de EE.UU. e Israel, Teherán apuesta por la cantidad masiva de proyectiles para superar los sistemas de interceptación enemigos.

Esta estrategia, sin embargo, conlleva una vulnerabilidad crítica: la sostenibilidad operativa a corto plazo. Según el Institute for National Security Studies (INSS) de Tel Aviv, el arsenal de misiles balísticos iraníes pre-inicio del conflicto se acerca a las 2.500 unidades, por lo que el lanzamiento cercano a 1.000 proyectiles en apenas diez días implica un consumo del 40% de sus reservas estratégicas. Teniendo en cuenta que las estimaciones de inteligencia estadounidense sitúan la producción de Irán en unos 100 misiles al mes, esto significa que Teherán ha disparado en menos de dos semanas lo que sus fábricas tardan casi diez meses en reponer. En términos de lanzamientos/día, el Institute for the Study of War observa un descenso del -89% en comparación con el primer día del conflicto.

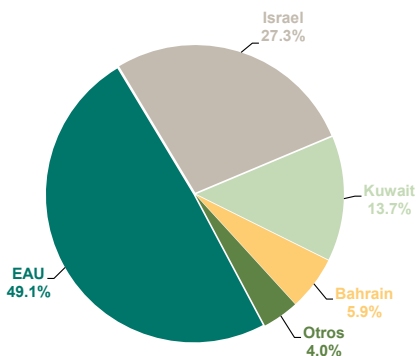
3. Irán: disminuyendo su capacidad de respuesta

Nº y destino de misiles balísticos lanzados vs. capacidad ociosa



Fuentes: INSS y Banca March.

4. Irán: destino drones lanzados



Fuente: INSS y Banca March.

En el caso de los drones, se estima que Irán inició el conflicto con un inventario de hasta 80.000 drones de diversos tipos, habiendo lanzado desde el inicio de la contienda más de 2.200 unidades. En cuanto a su capacidad de reposición, la industria iraní tiene una capacidad de producción masiva estimada en 10.000 unidades al mes, lo que le permite reponer sus pérdidas de drones mucho más rápido que las de misiles balísticos, cuya fabricación es más lenta y costosa.

A pesar de su gran reserva, el lanzamiento diario de drones ha caído un -91% respecto a los lanzamientos masivos del primer día. Esta reducción no se debe a la

falta de drones, sino a la destrucción sistemática por parte de las fuerzas aliadas de sus lugares de lanzamiento y al control del espacio aéreo, lo que impide a Teherán desplegar enjambres tan grandes como al inicio de la contienda.

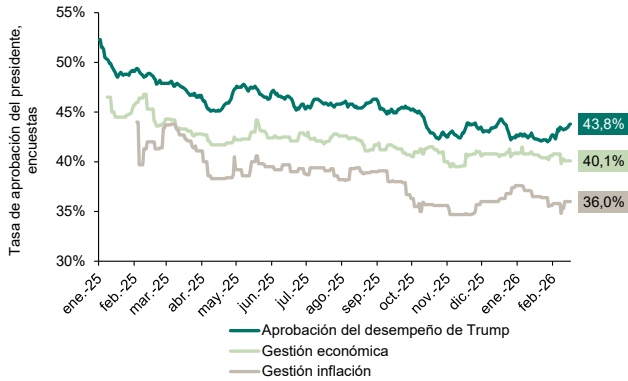
Los incentivos económicos justificarían una intervención militar breve dado que el paso del tiempo jugará en contra de las principales potencias.

Estados Unidos –y, en particular, Trump– tiene mucho que perder y muy poco que ganar con un conflicto que se prolongue en el tiempo.

A ocho meses de las elecciones legislativas, una contienda que se enquistase podría lastrar aún más la popularidad del Partido Republicano. Tras su primer año de mandato, Trump es el presidente con menor índice de popularidad desde 1950, a excepción de Nixon por el escándalo Watergate. Además, se enfrenta a un votante descontento que sitúa la tasa de aprobación en la gestión del presidente en la economía e inflación en niveles muy por debajo del 50%.

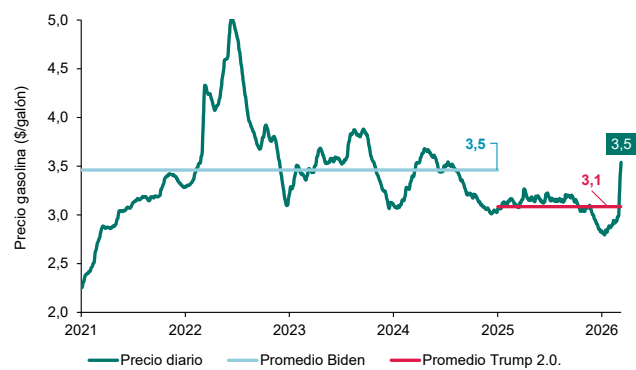
Ahora, uno de los factores que más pesa sobre el votante está en juego: el encarecimiento de la energía. La gasolina barata venía siendo uno de los mayores reclamos y logros reivindicados por la Administración de Trump. Sin embargo, desde el inicio del conflicto, el precio de la gasolina se ha encarecido más de un +15%, hasta 3,5 \$/galón, niveles no vistos desde 2024, durante el mandato de Biden.

5. Trump debe recuperar la popularidad a toda costa



Fuente: Real Clear Politics, Bloomberg y Banca March.

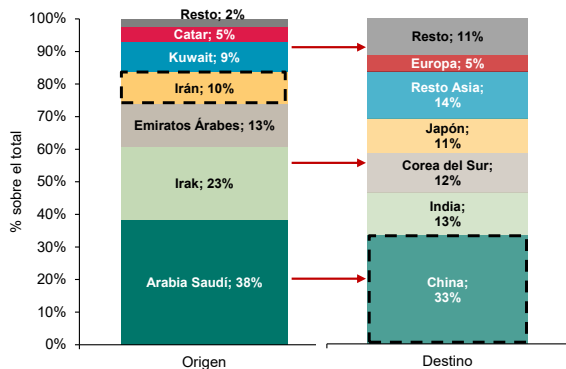
6. Golpe al bolsillo del votante: la gasolina aumenta un 15%



Fuente: AAA, Bloomberg y Banca March.

A todo ello se suma el elevado coste de la guerra, que deja las cuentas públicas estadounidenses en una posición incómoda. Al agujero de 175.000 millones de dólares en recaudación (3% de los ingresos), que el Gobierno deberá reembolsar a las empresas tras la suspensión judicial de los aranceles, se añade ahora el coste operativo del conflicto. Solo el primer ataque habría supuesto para EE. UU. entre 4.000 y 5.000 millones de dólares, y cada día adicional de operaciones sumaría alrededor de 900 millones más.

7. Asia es el destino del 84% de las exportaciones de petróleo que pasan por el estrecho



Fuente: EIA y Banca March.

Por otro lado, China, la gran potencia militar regional y principal compradora de petróleo de Irán, también tiene un fuerte incentivo para presionar a favor de una reapertura del comercio a través del estrecho de Ormuz. El gigante asiático es destino del 33% del crudo que transita por el estrecho y, dentro de su propia cesta de importaciones, Irán representa el 11% del petróleo que adquiere del exterior.

Actualmente, China dispone de unas reservas de crudo de 1.200 millones de barriles diarios (mbd), lo que le concede una autonomía estimada de entre 3 y 4 meses.

En este contexto, y considerando el papel que juegan ambos actores, será especialmente relevante la visita de Trump a Xi Jinping en China, prevista entre el 31 de marzo y el 2 de abril.

El mercado de futuros anticipa que la crisis de oferta de crudo será pasajera.

Teniendo en cuenta los incentivos económicos mencionados anteriormente, pensamos que el conflicto será breve, con el foco puesto en la reapertura del estrecho de Ormuz. Los mercados de petróleo refuerzan esta lectura, con una curva de futuros invertida (*backwardation*), que apunta a que las disrupciones en el suministro se centrarán en el corto plazo y serán transitorias.

Más allá de la estructura invertida, resulta interesante analizar la pendiente de la curva: cuanto más empinada es, mayor es la señal de que el mercado percibe el *shock* como

transitorio ya que descuenta una normalización relativamente rápida de los precios. Durante el momento más extremo del conflicto actual, el diferencial entre el vencimiento más cercano y el 13 meses superó los 40\$, por encima de los 31\$ registrados en el momento más tenso de la invasión de Ucrania. Dicho de otro modo, cuando la cotización alcanzó los 119,5 \$/barril, el mercado anticipaba que, a 12 meses vista, el precio retrocedería hasta los 77 \$/barril.

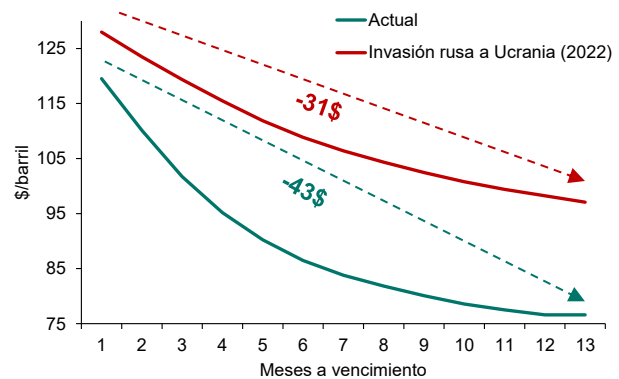
En conclusión, pese a que el precio actual ronde los 90 \$/barril, los futuros a un año se sitúan en torno a los 72\$/barril, ligeramente por debajo de los 73\$ promedio de los últimos 2 años.

Este *shock* se produce en un momento en el que el mercado energético estaba "sobreabastecido".

El actual conflicto encuentra a los mercados energéticos en una posición relativamente sólida, respalda por una serie de factores que permitirán mitigar la escalada de los costes energéticos. En primer lugar, nuestras estimaciones basadas en datos de la Administración de Información Energética (EIA) indican que, de no haberse producido el conflicto, el mercado petrolero global habría registrado este año un excedente de oferta de 2,8 mbd. Este volumen contrasta claramente con el déficit de 1,1 mbd observado en 2021, antes de la invasión de Ucrania. No obstante, gran parte de esta capacidad permanece bloqueada mientras continúe el cierre del estrecho de Ormuz, por lo que la reanudación del tránsito resulta fundamental.

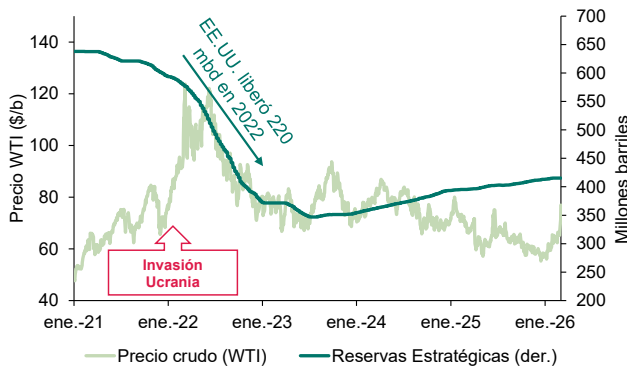
Asimismo, la estructura de producción mundial presenta hoy una mayor diversificación, con la OPEP concentrando alrededor del 36% de la oferta de crudo, una situación radicalmente diferente al 50% que representaba durante la guerra de Yom Kipur en 1973. En paralelo, EE.UU. lleva varios años incrementando su producción, convirtiéndose en el líder global con una cuota del 22%.

8. Brent curva de futuros



Fuente: Bloomberg y Banca March.

9. EE.UU.: reservas estratégicas vs. precio del crudo



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En este contexto, la Administración estadounidense actúa como último amortiguador con un objetivo claro: contener el avance de los precios energéticos mientras trabaja para garantizar el tránsito por el estrecho de Ormuz. Para ello, tal como señaló el secretario del Interior, Doug Burgum, todas las alternativas están sobre la mesa, desde la liberación de reservas estratégicas –como la desplegada en 2022, cuando se inyectaron unos 220 millones de barriles al mercado ante la invasión rusa– hasta eventuales intervenciones en el mercado de futuros.

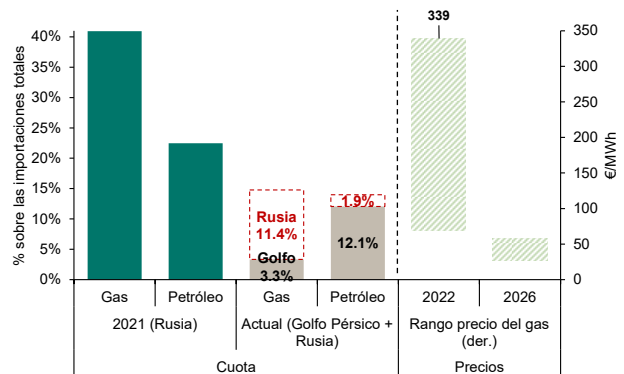
Gas europeo: la estacionalidad jugará a favor a pesar de unas reservas contenidas.

En Europa, aunque los inventarios de gas se sitúan actualmente en niveles del 30%, por debajo de la media del 46% observada en esta época del año, la proximidad de la primavera abre una ventana para empezar a reconstruir reservas.

Por otro lado, más allá de las reminiscencias que este conflicto pueda generar respecto a la invasión a Ucrania en 2022, la posición energética actual del Viejo Continente es menos vulnerable.

Desde 2021, momento en el que el 41% del gas y el 22% del petróleo procedían de Rusia, Europa ha sabido diversificar sus fuentes de energía y ampliar su red de proveedores. Como resultado, solo el 12% del petróleo y el 3% del gas importado provienen de la región del Golfo Pérsico, reflejando una dependencia significativamente menor.

10. UE: importaciones de petróleo y gas vs. precio del gas^(*)



(*) Golfo Pérsico: comercio con Arabia Saudí, Catar, Emiratos Árabes, Irán, Irak y Kuwait. Fuente: Bloomberg, EIA y Banca March.

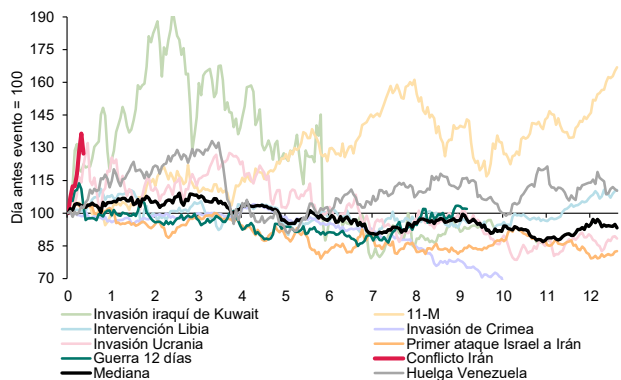
La economía actual es menos vulnerable a la energía que en el pasado.

La reciente subida vertical de los costes energéticos eleva los temores a un nuevo episodio de *shock* energético global. Históricamente este tipo de episodios de tensionamiento de los precios de la energía genera una perturbación de oferta que deriva en un repunte de la inflación en el corto plazo, mientras que la actividad económica se debilitaría más a medio plazo. Ahora bien, la intensidad de estos *shocks* es heterogénea y depende principalmente de dos variables: magnitud y duración.

Por el lado de la magnitud, en el pasado han sido necesarios incrementos de al menos un +50% interanual en los precios de la energía antes de que la economía mundial entrara en recesión. Pero no solo importa la dimensión de la subida de los precios, sino que la otra variable fundamental es la duración de dicho encarecimiento de la energía. Según nuestros análisis, cuando estas subidas de precios son temporales –menos de tres meses–, la economía suele esquivar la recesión, como ocurrió en 1987 y más recientemente en 2017.

Finalmente, consideramos que existe un tercer vector relevante y es la amplitud de insumos que se vean afectados dado que, si la crisis de oferta se extiende a un abanico más amplio de materias primas, la distorsión sobre el ciclo económico será más elevada – como ocurrió en 2022 con la invasión de Ucrania y su impacto en las materias primas agrícolas-.

11. Movimientos del Brent ante shocks de oferta



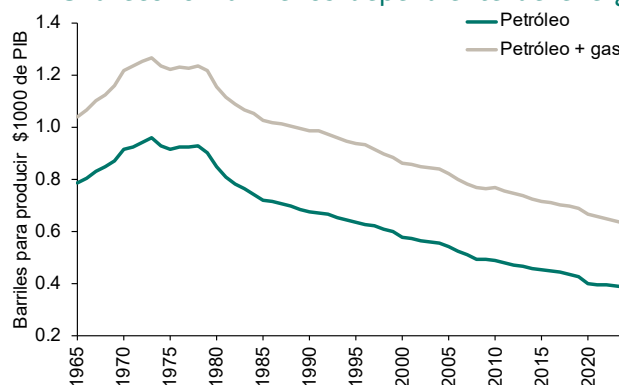
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Teniendo estos factores presentes, es cierto que la actual escalada está siendo muy virulenta (gráfico 11), pero no ha superado los niveles de riesgo histórico y, más importante si cabe, estos mayores costes energéticos solamente llevan dos semanas y no se han extendido a un amplio conjunto de materias primas. Por ello, consideramos que es prematuro hablar de fin de ciclo dado que en el pasado fueron necesarios incrementos más intensos de los precios de la energía y, sobre todo, mucho más extendidos en el tiempo para que se produjera un frenazo económico.

Además, en las últimas décadas la economía global se ha transformado, siendo ahora más eficiente energéticamente y, por tanto, menos vulnerable a incrementos temporales en los precios de la energía. De hecho, desde 2010 se han registrado tres episodios con aumentos de los precios del crudo de más de un +50% y que no han desencadenado una recesión global, entre ellos, la propia invasión de Ucrania en 2022 que afectó con virulencia a Europa y en particular a Alemania, pero no derivó en una recesión en el resto de las latitudes (Asia y Estados Unidos).

Una realidad que en cierta forma ofrece un matiz menos negativo dentro de la actual crisis energética: la economía mundial de nuestros días necesita mucho menos petróleo y gas para generar una unidad de PIB que hace tres décadas (gráfico 12).

12. Una economía menos dependiente de energía

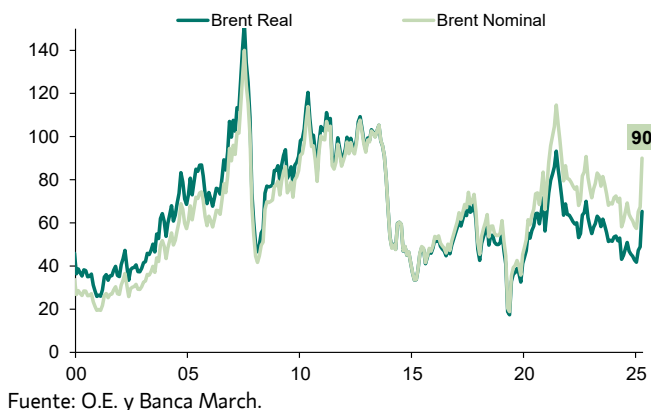


Fuente: Bloomberg, EIA y Banca March.

Esta transformación, a menudo obviada en los análisis históricos de sensibilidades económicas, ayuda a explicar por qué los episodios recientes de fuertes subidas de los precios energéticos no han derivado en recesiones tan profundas como las observadas en el pasado.

En los años 70 o durante la Guerra del Golfo de los 90, el aumento de los precios energéticos golpeaba directamente al corazón de la actividad económica. Sin embargo, en los últimos 30 años la intensidad de petróleo y gas en el PIB mundial se ha reducido aproximadamente a la mitad (gráfico 12).

13. En términos reales la subida del precio del crudo es todavía asumible



Otro factor relevante es que hay que distinguir entre el precio nominal –dólares actuales por barril– y su precio real, es decir, cuánto representa ese mismo barril en términos del poder adquisitivo en el consumo de otros bienes o servicios. Para empresas y consumidores, el coste relevante no es la cifra monetaria aislada, sino el sacrificio relativo necesario para adquirir energía frente a los otros posibles usos de su ingreso disponible.

Durante la última década, la inflación general ha aumentado de forma significativa, mientras que la intensidad energética de las economías ha continuado disminuyendo. Como consecuencia, incluso valores nominales elevados del crudo no equivalen, en términos reales, a los episodios de fuerte encarecimiento del pasado.

En concreto, para que el petróleo ejerciera hoy la misma presión económica que en los años posteriores a la crisis financiera global, sería necesario que el precio nominal se situara muy por encima de los valores actuales. En otras palabras, según nuestros cálculos y utilizando precios constantes de hace 10 años, el barril de Brent debería escalar hasta niveles entre 135-140\$ para tener el mismo impacto económico que los 100\$ por barril del pasado.

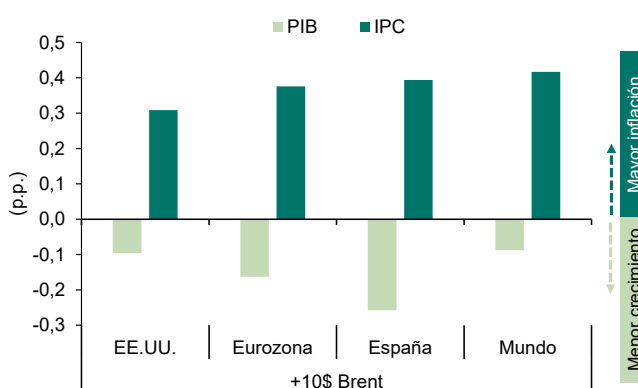
Por ello, aunque los mayores precios del crudo y del gas pueden disparar la inflación en el corto plazo –especialmente en economías importadoras–, es razonable esperar que las contracciones del PIB asociadas a estos shocks sean hoy más contenidas que en el pasado.

A nivel global por el momento los efectos estimados son contenidos...

Teniendo en cuenta todos estos factores, nuestras estimaciones apuntan a que, actualmente, por cada 10\$ de subida sostenida en el precio del barril de petróleo, el crecimiento del PIB mundial se reduciría en cerca de una décima, mientras que la inflación prevista subiría entre 0,3-0,5 p.p.

Este sería un análisis de sensibilidad directa, pero no podemos obviar que estamos en un escenario incierto donde las subidas de los costes energéticos se están multiplicando y que su efecto sobre las variables económicas (PIB e inflación) no es lineal.

14. Sensibilidad PIB e inflación

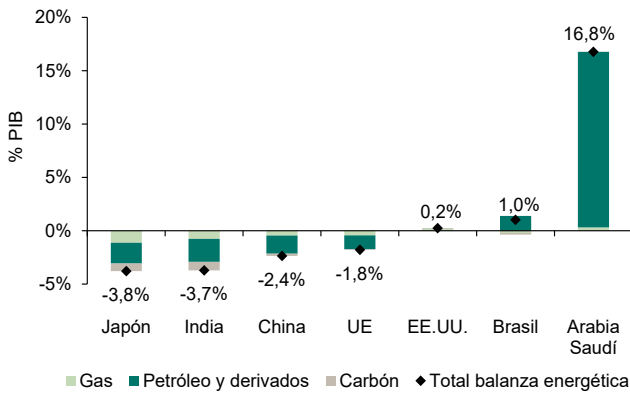


A medida que los precios energéticos se alejan de su media generan impactos más acusados, y, además, habitualmente también desencadenan otros efectos negativos indirectos, como son la caída de la confianza y el deterioro de las condiciones financieras, lo que a medio plazo provocaría una mayor contracción de la actividad.

...pero habrá impactos asimétricos en regiones: Europa y China son más vulnerables.

A nivel agregado, mayores precios de la energía actúan de forma similar a un impuesto: encarecen la producción, elevan los costes operativos de las empresas y reducen el poder adquisitivo de las familias. Sin embargo, no todos los países experimentarán este impacto del mismo modo, siendo las economías importadoras de energía claramente las más perjudicadas. Esta asimetría generará una mayor fragmentación, dado que los mismos precios internacionales producen daños en unas regiones y beneficios inesperados en otras.

15. Balanza comercial energética por país



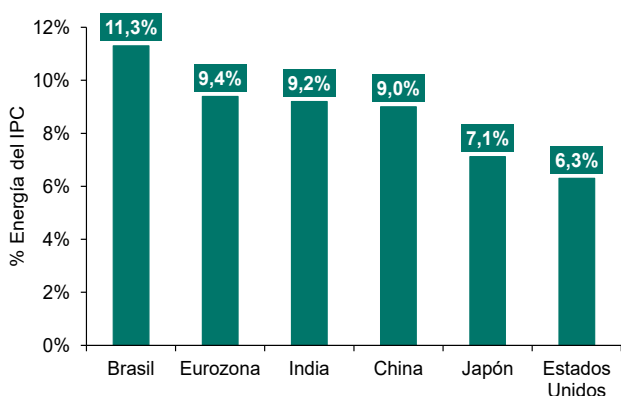
Fuente: UN Comtrade y Banca March

Este es el caso de gran parte de Europa y de Asia, que tienden a sufrir un deterioro inmediato en sus balanzas comerciales y un repunte en la inflación más acusado que otras regiones, dado que dependen de los mercados internacionales para cubrir su demanda de gas y petróleo: Europa y China destinan cerca del 2% de su PIB a las importaciones de energía.

Frente a ello, economías exportadoras, como Noruega, Canadá o ciertos países de Latinoamérica y Oriente Medio, obtendrán un impulso positivo en los ingresos y actividad de sus sectores extractivos.

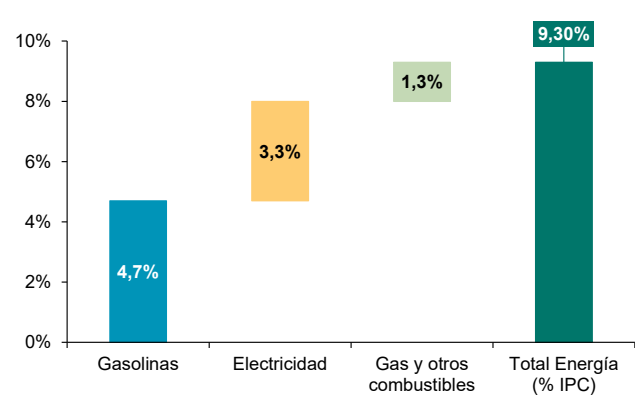
Finalmente, existe también un tercer tipo de países –como Estados Unidos–, que poseen una fuerte producción doméstica pero también un elevado consumo. En este caso, consideramos que la economía estará más aislada pero no es inmune: por el lado positivo, los mayores precios de la energía dinamizarán la inversión privada en industrias como la del “shale gas” en Estados Unidos, pero, por otro lado, el encarecimiento de las gasolinas retirará poder adquisitivo a los hogares. Un impacto negativo que será más acusado en los hogares con menores ingresos y que destinan una mayor parte de sus recursos a la compra de energía: en Estados Unidos, el 50% de los hogares con menor renta destina el 12,3% de sus ingresos a la compra de energía (cerca del 35% de este gasto proviene directamente del consumo de gasolina), lo que compara con el 8,3% que destina la otra mitad de la población.

16. La energía un factor determinante para el IPC



Fuente: Bloomberg y Banca March.

17. Desglose de la energía en el IPC (España)



Este encarecimiento generalizado de los productos energéticos también se irá trasladando a la inflación de las economías con diferentes intensidades. El canal directo es a través del peso en la cesta de la compra (IPC), que como vemos en el gráfico 16, difiere en cada país: en Estados Unidos, el componente

directo de la energía representa algo más del 6% mientras que, en el conjunto de la zona euro este peso es más elevado, alcanzando el 9,4%.

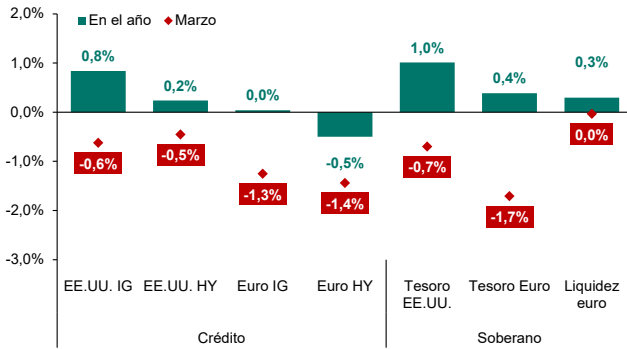
A nivel nacional, la inflación de la economía española es especialmente sensible y, de manera general, el incremento del precio del petróleo impacta directamente en el IPC a través de su efecto sobre el precio de los combustibles, mientras que el precio del gas natural repercute en dos importantes componentes: el gas natural para uso doméstico y la electricidad. Así, teniendo en cuenta las correlaciones históricas, estimamos que un incremento de 10\$ del precio del petróleo añade una décima de IPC, y una subida del 10% del precio del gas redunda en una subida del índice de precios de igual magnitud.

ACTIVOS FINANCIEROS

Impacto asimétrico en los activos.

Bonos y bolsas se han visto afectados por el repunte en los precios del petróleo y por la creciente incertidumbre derivada del conflicto en Irán.

18. Evolución renta fija



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En renta fija, el impacto más destacado se ha centrado en los tramos largos de la curva, aunque con una evolución desigual por regiones.

En términos agregados, los bonos del Tesoro estadounidense muestran descensos más contenidos (-0,7% en marzo), apoyados por la debilidad de los datos laborales más recientes, mientras que en Europa los retrocesos han sido más pronunciados (-1,7%).

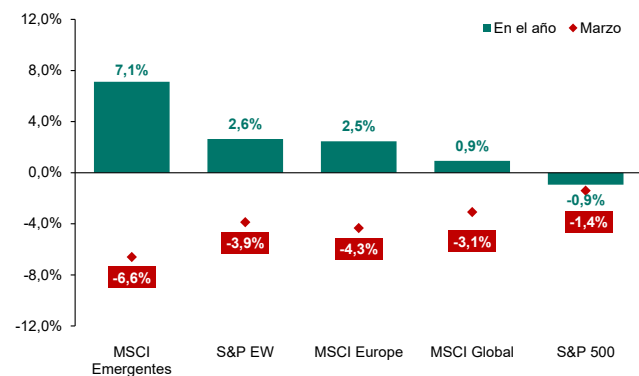
La corrección en los precios ha llevado las rentabilidades a 10 años en EE. UU. a niveles cercanos al 4,1%, mientras que en Europa se sitúan en la parte alta del rango observado en el

último quinquenio, apenas 10 puntos básicos (p.b.) por debajo del máximo posterior al conflicto en Ucrania.

En el mercado de crédito, el repunte de la volatilidad bursátil ha presionado especialmente a los diferenciales de la deuda de menor calidad, que se han ampliado en +23 p.b. en EE. UU. y +30 p.b. en Europa. Por el contrario, los activos de mayor calidad han mostrado un comportamiento más sólido (+5 p.b. en ambas regiones), al igual que los diferenciales de deuda emergente (+11 p.b. en moneda fuerte y +18 p.b. en deuda en moneda local) y la deuda financiera subordinada (+5 p.b.), que mantienen un desempeño relativo más resistente.

En renta variable, las correcciones más severas han tenido lugar en Asia y Europa, con retrocesos en marzo de -7% en Asia emergente, -7% en Japón y -4% Europa, aunque ambas regiones continúan en positivo en el acumulado del año. En contraste, la renta variable estadounidense sigue mostrando resiliencia, al estar más aislada de los efectos directos del conflicto, con caídas en marzo que apenas alcanzan el -1%. Por sectores, la energía lidera claramente las alzas (+22% en el año), mientras

19. Evolución renta variable por regiones



Fuente: S&P Global, MSCI y Banca March

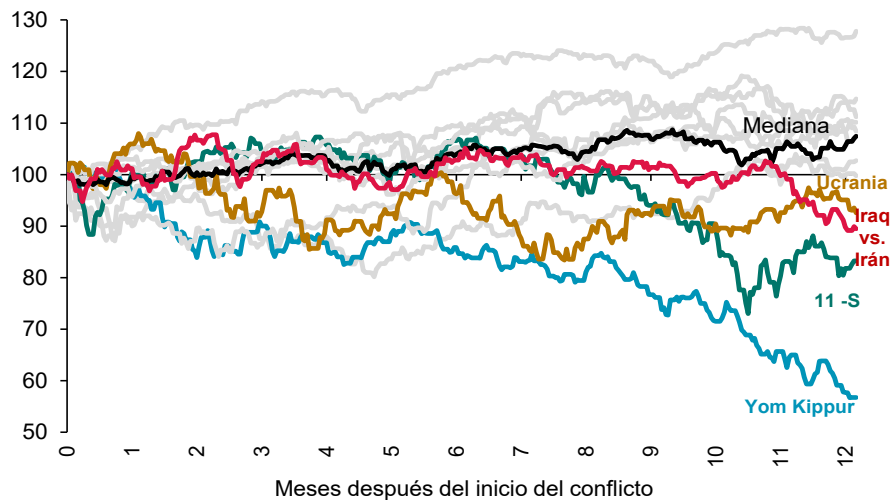
que los segmentos más sensibles a los tipos largos –como inmobiliario (-9% en marzo)– se han visto penalizados, junto con industriales (-5,4% en marzo) y consumo defensivo (-5,6% en marzo), afectados por el encarecimiento del petróleo y los costes de producción alimentaria.

En el plano de divisas, el gran beneficiado ha sido el dólar, que se ha fortalecido en medio de la tensión geopolítica (+5% en el índice dólar), llevando al euro-dólar a los niveles más bajos del año y cerca de nuestros niveles objetivo del 1,15 EUR/USD.

Por último, en materias primas, el petróleo ha repuntado cerca de un +38%, mientras que el oro ha cedido terreno (-3,5%) ante la expectativa de posibles subidas de tipos oficiales en Europa y el retraso en los recortes en Estados Unidos. Aun así, mantiene cotas por encima de los 5.000 \$/onza.

S&P 500 y conflictos armados: el triunfo de los optimistas.

20. Evolución S&P 500 tras conflictos armados



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En la mayoría de las ocasiones (73% de las veces), las caídas iniciales en los mercados se recuperan en menos de cuatro meses. El impacto del miedo suele aparecer con rapidez, pero tiende a ser transitorio. En ocho de los últimos quince episodios de riesgo geopolítico analizados, el mayor descenso se produjo durante las primeras semanas tras el inicio del conflicto y, por lo general, estos movimientos han supuesto oportunidades de inversión a doce meses vista.

Los escenarios más adversos requieren un mayor tiempo para desarrollarse y suelen venir acompañados de incrementos sostenidos en los precios de las materias primas –no solo energéticas–, con un efecto significativo sobre la inflación y la actividad económica.

En la coyuntura actual, consideramos que los elementos disponibles apuntan a un conflicto breve y con una resolución rápida. Una vez se garantice un paso seguro por el estrecho de Ormuz, el temor desaparecerá con celeridad y la prolongación o no de la guerra perderá impacto en los mercados. Algo similar ocurrió el año pasado, cuando el giro arancelario inesperado de la Administración Trump provocó un repunte del +9,5% en las bolsas estadounidenses en una sola sesión. Quedarse fuera ese día habría retrasado la recuperación desde mínimos alrededor de seis meses.

Por todo ello, ante un entorno tan binario y condicionado por declaraciones de líderes con principios tan fugaces como el presidente Trump, la estrategia más sensata es mantener la calma y seguir invertidos, asumiendo una volatilidad que será temporal y que, con el desarrollo actual de los acontecimientos, no afectará a la rentabilidad a medio plazo.

Renta fija: la duración no actúa de protección en el entorno actual. Seguimos apostando por la deuda corporativa de mayor calidad gracias a su *carry*, emergentes y gestión alternativa líquida.

A pesar del contexto de incertidumbre y el incremento en las Tires de los bonos largos, seguimos sin ver valor en alargar la duración de las carteras. Las tensiones energéticas empujan al alza las expectativas de inflación y presionan especialmente a la deuda pública a largo plazo. En términos prácticos, si el petróleo se mantiene por encima de los 70 \$/barril, la energía dejará de actuar como viento a favor para la desinflación.

En el caso estadounidense, la historia muestra que, cuando la inflación supera niveles del +3% interanual, la deuda de larga duración pierde su capacidad de descorrelación frente a la renta variable y, por tanto, deja de ofrecer protección en episodios de caídas bursátiles.

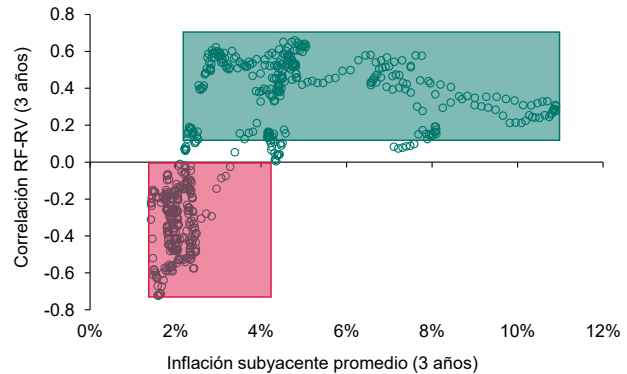
El frente fiscal añade un factor adicional de presión. El previsible aumento del gasto en defensa ampliará las necesidades de financiación, lo que se traducirá en mayores emisiones del Tesoro. A ello se suma el deterioro reciente de las cuentas públicas, afectadas por la posible reversión de aranceles y por la devolución de los 175.000 millones de dólares recaudados, lo que implicaría un incremento cercano al 9% de las necesidades de financiación.

En este entorno, seguimos favoreciendo el crédito de grado de inversión, donde el *carry* continúa siendo la principal fuente de rentabilidad para superar la inflación con una volatilidad contenida. Además, las Tires del segmento –en torno al 3,1% tanto en Europa como en Estados Unidos– ofrecen un punto de partida razonable, aunque su potencial es más limitado que en años anteriores debido a la compresión de los diferenciales.

Asimismo, en los segmentos de mayor riesgo seguimos apostando por la renta fija emergente en moneda local, donde las economías exportadoras situadas fuera del Golfo Pérsico serían las principales beneficiadas, con algunas de ellas ofreciendo tipos reales atractivos (por ejemplo, Brasil 10%).

Finalmente, como ya señalábamos a comienzos de año, la menor correlación de la renta fija y su potencial más limitado en un entorno de normalización de tipos abrirían la puerta a incorporar gestión alternativa líquida. Consideramos que esta clase de estrategias aporta una diversificación especialmente valiosa en el contexto actual, además de un retorno esperado más elevado ante el aumento de la volatilidad en los mercados.

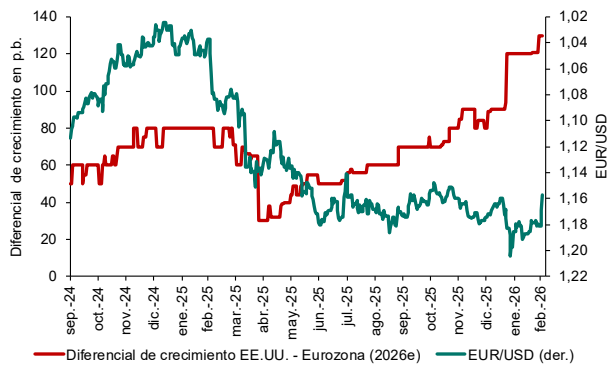
21. Correlación renta fija-renta variable vs. inflación



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Dólar como activo refugio, aunque su potencial es limitado. En caso de consolidarse la parte alta del rango 1,15 – 1,19 EUR/USD, seríamos partidarios de iniciar un posicionamiento más limitado a la divisa americana.

22. Diferencial de crecimiento relativo 2026E vs. EUR/USD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

política, el incremento del déficit fiscal –al que se suma el gasto asociado al conflicto– y la posibilidad de una política monetaria más flexible con la llegada de Kevin Warsh representan riesgos de medio plazo para el billete verde. Por ello, consideramos atractivo reducir exposición a la moneda estadounidense si el tipo de cambio alcanza de forma sostenida niveles en torno a 1,15 EUR/USD.

En el reciente episodio de volatilidad, uno de los activos más favorecidos ha sido el dólar. Su debilitamiento en las semanas anteriores al conflicto no parecía coherente con la mejora de los indicadores macroeconómicos en Estados Unidos. No obstante, el giro en la tendencia se ha producido tras el aumento en los precios del petróleo y la consiguiente presión derivada de una mayor demanda de dólares, especialmente por parte de economías importadoras de energía, como la eurozona.

Este repunte nos ofrece una oportunidad para replantear nuestro posicionamiento respecto a la divisa estadounidense. La incertidumbre

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.