



HOUSE VIEW

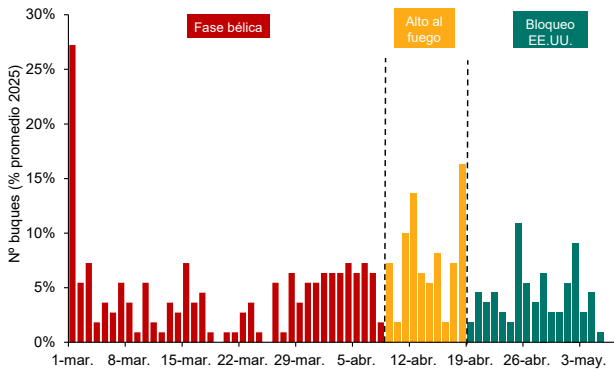
LA GASOLINA ESTÁ
EN LOS BENEFICIOS

La gasolina está en los beneficios

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						
Dólar			●			
Libra Esterlina				●		

El mayor recorte de producción de petróleo en cuatro décadas tendrá efectos sobre la inflación y el crecimiento económico. No obstante, la menor dependencia energética de la economía global y la liberación de las reservas estratégicas contribuirán a amortiguar su impacto, permitiendo que el ciclo se prolongue.

1. Paso de barcos por el estrecho de Ormuz



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Si bien el estrecho permanece cerrado, consideramos que nos encontramos en la fase final de la disputa por Ormuz. Los incentivos de ambas partes convergen en una misma dirección: terminar el conflicto antes de provocar daños permanentes tanto a la economía global como a la propia supervivencia del régimen de los Ayatolás.

A pesar de una reducción de la producción de crudo de la OPEP de 9 millones de barriles diarios, la economía mundial sigue evolucionando razonablemente y el crecimiento prosigue en las principales regiones.

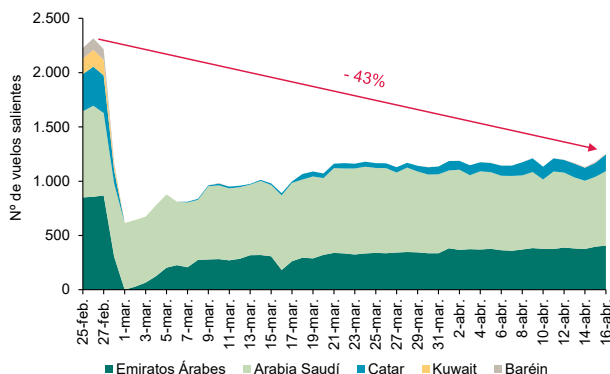
Interpretamos esta situación como una señal de que la economía mundial se ha ido desacoplando progresivamente de la energía fósil y que, con una resolución pronta del conflicto, la Tercera Guerra del Golfo no sumirá a la economía global en una recesión.

La reducción de la oferta de crudo se ha traducido en unos precios del petróleo más elevados –con el barril Brent por encima de los 100 dólares–, pero sin una transmisión tan virulenta como en el pasado a los precios de la electricidad, el gas o los alimentos. Los años de inversión en la diversificación del mix energético han permitido que el impacto actual esté muy lejos del observado en *shocks* energéticos anteriores. Resulta ilustrativo que pese a la relevancia de Catar en el mercado del gas –con una producción cercana al 20% del total mundial–, los precios del gas en los mercados europeos solo se hayan incrementado en torno a un +38%, hasta los 44 €/MWh. Una evolución muy contenida si se compara con la guerra de Ucrania, cuando los contratos llegaron a superar los 200 €/MWh.

Por otro lado, evitar el desabastecimiento fue posible en gran medida por la liberación coordinada de reservas estratégicas de petróleo a nivel global, con una dotación conjunta de aproximadamente 400 millones de barriles y también por los esfuerzos de los países fuera del golfo Pérsico incrementando su producción. Durante este tiempo Estados Unidos ha estado a la cabeza y sus exportaciones de crudo y derivados alcanzaron en algunos días de abril los 8 millones de barriles diarios –1 millón más que en febrero–, el punto más alto desde que existen datos.

El conflicto dejará como legado una reconfiguración absoluta del equilibrio geopolítico en el Golfo Pérsico, transformando lo que, durante años, fue percibido como un oasis de estabilidad.

2. Salida de vuelos con origen países del Golfo



(*) Si el país tiene varios aeropuertos, tomamos los dos más transitados.

Fuente: Flightradar24 y Banca March.

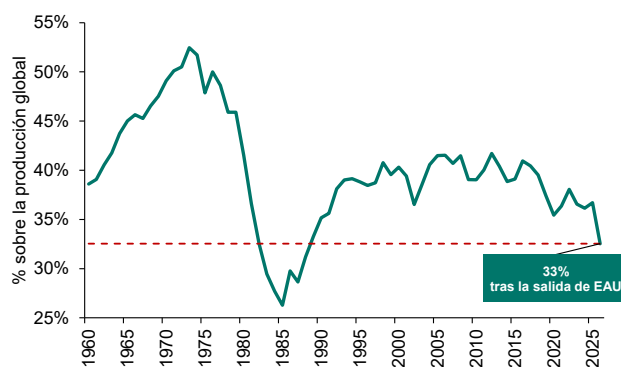
Una de las consecuencias más flagrantes del conflicto ha sido la pérdida del halo de seguridad que, durante las últimas décadas, habían conseguido algunas de las principales monarquías del Golfo. Según datos de finales de abril, las salidas de vuelos desde las cuatro grandes potencias de la región –Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Catar y Kuwait– se han reducido un -43%. Algunos de estos países, como Emiratos Árabes Unidos o Catar, venían impulsando ambiciosas campañas globales para posicionarse como destinos atractivos para la inversión internacional, apoyadas en regímenes fiscales favorables –0% de IRPF y tipos del impuesto de sociedades en torno al 10%– y en la

presencia de potentes fondos soberanos que gestionan activos por valor de 4,7 billones de dólares. Esta cifra supone un 20% más que el total de los ahorros invertidos en fondos por los hogares de Francia, España e Italia en conjunto, países que suman una población de 174 millones de personas frente a los apenas 55 millones de habitantes de las cuatro naciones del Golfo.

Cuando finalice el conflicto y ante la casi segura supervivencia del régimen iraní, las monarquías del desierto afianzarán una intensa campaña de rearme y refuerzo de sus capacidades defensivas. Un ejemplo reciente es el despliegue de urgencia del sistema de defensa antimisiles israelí en Emiratos Árabes Unidos, un movimiento que podría allanar el camino para la futura adquisición del sistema “Iron Dome” por parte del país árabe. Asimismo, el Gobierno emiratí señaló que dentro del plan de inversiones lanzará un fondo dedicado a participar en empresas de defensa a nivel global.

Finalmente, en abril se abrió una nueva brecha con el anuncio de la salida de Emiratos Árabes Unidos de la OPEP. Tras casi 60 años de pertenencia, uno de los miembros más relevantes y disciplinados del cártel abandona la organización, sumándose a las salidas previas de Catar (2019), Ecuador (2020) y Angola (2024). Como consecuencia, la cuota global de producción del cártel se reduce hasta el 33%, su nivel más bajo desde finales de la década de los ochenta. El ministro de Energía emiratí justificó la decisión en la necesidad de ganar mayor flexibilidad estratégica, en un contexto marcado por el ambicioso programa inversor que la federación tiene previsto desplegar. En este sentido, la búsqueda de una menor dependencia del tránsito de crudo por el estrecho de Ormuz ha llevado a destinar una parte sustancial del plan de inversión de 55.000 M\$ para el periodo 2026–2028 al desarrollo de nuevos oleoductos con destino al puerto de Fuyaira, una infraestructura que el propio Gobierno emiratí considera actualmente infrautilizada.

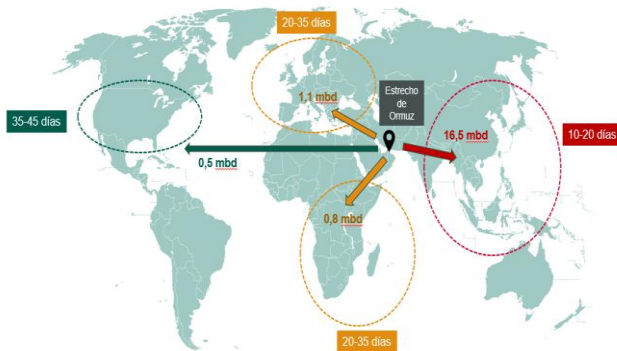
3. OPEP: evolución cuota de producción global



Fuente: OPEP y Banca March.

La llegada de la reapertura del estrecho servirá de alivio, aun así, anticipamos efectos diferenciados en el tiempo: a corto plazo los precios del petróleo seguirán tensionados, pero a medio plazo, el efecto sustitución y el debilitamiento de la OPEP facilitarán una reducción en los costes energéticos.

4. Tiempo de transporte desde el estrecho



Fuente: IEA y Banca March.

llegada a destino, que oscila entre 15 y 45 días, lo que retrasará la normalización plena de los flujos de petróleo y gas.

En segundo lugar, más allá de las tensiones que podrían emerger entre Estados Unidos, Israel e Irán, se encuentra la necesidad de recomponer las reservas estratégicas, un factor que ejercerá una presión adicional sobre la demanda. Según los datos disponibles a febrero, las reservas globales de los países miembros de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) se sitúan ligeramente por encima de los 4.000 millones de barriles. La liberación iniciada en marzo provocará que las reservas se sitúen por debajo de esta barrera por primera vez desde 2008.

En contraste, este episodio vuelve a poner de relieve la elevada dependencia energética de algunas economías. En este caso, las asiáticas son las más afectadas por el conflicto, ya que el 87 % de las exportaciones de petróleo que atravesaban el estrecho de Ormuz tenían como destino esta región. Si bien el uso de combustibles fósiles ha disminuido en China –donde las energías renovables ya representan en torno al 35 % del mix–, otras grandes economías como India, Corea del Sur y Japón, con cuotas renovables del 25 %, 9 % y 20 %, respectivamente, probablemente se vean obligadas a revisar sus fuentes de producción energética, potenciando las renovables o la nuclear.

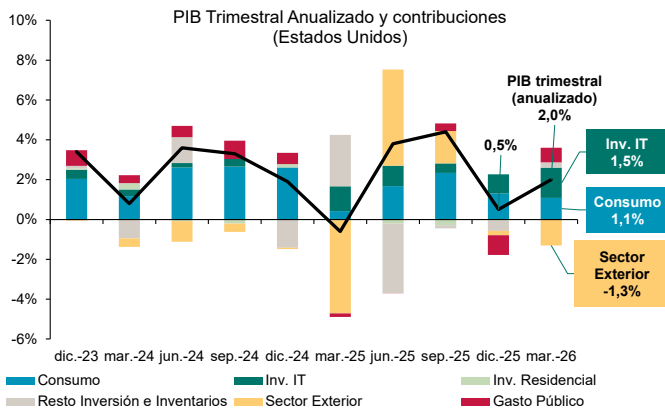
Asimismo, la salida de Emiratos Árabes Unidos de la OPEP se traducirá en un aumento de la oferta a medio plazo, una vez se resuelvan las tensiones en el estrecho.

En consecuencia, consideramos que, a corto plazo, el precio del petróleo se mantendrá por encima de los niveles previos al conflicto. No obstante, a medio plazo, las perspectivas apuntan en la dirección opuesta: un petróleo más barato y con una influencia cada vez menor sobre la economía global.

Los mayores costes energéticos serán un lastre, pero un mercado laboral resiliente y la aceleración de la inversión tecnológica ante la ineludible adopción de la inteligencia artificial serán factores de apoyo para la actividad, más evidentes en la economía estadounidense.

En Estados Unidos, la actividad económica se mantiene soportada por la habitual fortaleza de su consumidor pero, sobre todo, por el aumento de la inversión relacionada con la tecnología, que se está viendo dinamizada por la necesaria adopción de la inteligencia artificial en las cadenas de producción de la mayoría de empresas. Una innovación que, como venimos defendiendo desde hace meses, empujará un proceso de “destrucción creativa” en la economía y situará la inversión como uno de los motores del crecimiento durante los próximos trimestres.

5. Consumo e inversión en IT impulsan el PIB de EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Como muestran los últimos datos, el crecimiento del PIB alcanzó el +2% y con una composición favorable (gráfico 5): el único componente que pesó negativamente fue el sector exterior, mientras que la demanda privada interna refleja un alto dinamismo con el consumo y la inversión más relacionada con el sector tecnológico liderando, dos componentes que conjuntamente han aportado +2,6 p.p. al crecimiento estadounidense en estos primeros meses del año.

Destacó notablemente que, en el primer trimestre, la inversión en equipos se

disparó (+17,2% vs. +4,3% previo) impulsada especialmente por los segmentos relacionados con el procesamiento de la información (ordenadores, servidores y otros dispositivos) que avanzaron un +4,3%. Asimismo, también destacó el fuerte crecimiento de la propiedad intelectual (+13% vs. +5,4% anterior), una muestra que el gasto en desarrollo de software empresarial continúa con un elevado dinamismo (+22,6% vs. +4,8% previo). Datos que ratifican la fortaleza de este ciclo de inversión tecnológica y que son un factor estructural positivo para la economía estadounidense.

Frente a ello, y a pesar de que el gasto de los hogares mantuvo un ritmo de expansión saludable (+1,6% en el primer trimestre), anticipamos que el incremento de los precios de los combustibles terminará lastrando el consumo privado en los próximos meses. Ahora bien, no esperamos un deterioro acusado dado que el mercado laboral se mantiene resiliente y los despidos siguen contenidos. Como ejemplo, en la última semana de abril, las peticiones iniciales de subsidio por desempleo han bajado a mínimos desde 1969 y, más relevante aún, el número de personas que solicitaron prestaciones periódicas se situó en 1,78 millones, mínimos de los dos últimos años.

Además, con la campaña de la renta en Estados Unidos ya finalizada, los hogares han recibido la mayor parte de las devoluciones –en torno al 75-80% se abona antes de mayo–. En 2026, estos reembolsos están siendo más elevados como consecuencia de la reforma fiscal *Big Beautiful Bill*, lo que supone un apoyo adicional temporal para la renta disponible: el importe medio ha aumentado unos 345 dólares respecto al ejercicio anterior, lo que representa un incremento del +11%.

En este contexto, anticipamos un menor crecimiento del PIB que lo previsto antes del conflicto, pero mantenemos nuestras perspectivas de que, si se logra una reapertura de Ormuz en mayo, la economía estadounidense lograría una aceleración en la segunda mitad del año.

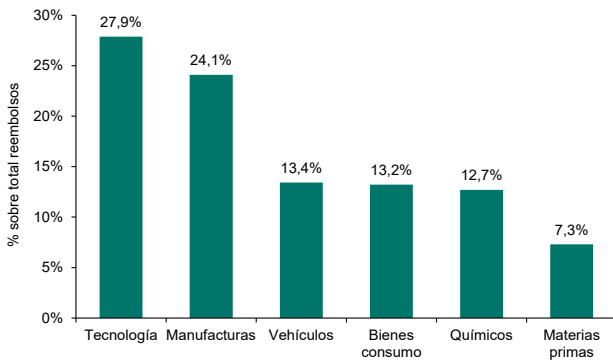
La devolución de aranceles tras la anulación por parte del Tribunal Supremo actuará como un estímulo adicional para las empresas importadoras estadounidenses.

El pasado febrero, el Tribunal Supremo eliminó los aranceles impuestos por la Administración de Trump bajo la sección denominada IEEPA, iniciando el camino para el reembolso de los 166.000 M\$ recaudados mediante este mecanismo a 330.500 importadores. Si se devolviesen en su totalidad y aplicáramos un multiplicador fiscal conservador (consideramos debería situarse entre 0,3-0,5x) podríamos esperar un impulso al crecimiento de entre +0,2-0,3 p.p. para este 2026.

En este sentido, ya ha arrancado la primera fase del proceso de reintegro con el lanzamiento del sistema electrónico de devolución. Hasta mediados de abril, al menos 56.500 importadores han presentado solicitudes de reembolso por un importe aproximado de 127.000 M\$, lo que representa cerca del 77% del total a devolver. A priori los reembolsos se distribuyen con relativa agilidad (en un plazo estimado de entre 60 y 90 días desde su tramitación) y ya se han comenzado a recibir los primeros pagos.

Los reembolsos se canalizarán hacia las empresas estadounidenses que abonaron físicamente los aranceles en el momento de la importación. En consecuencia, los clientes o consumidores que asumieron los aumentos de precios –porque las compañías trasladaron el coste de los gravámenes– no se beneficiarán necesariamente de la medida, salvo en casos excepcionales como los anunciados por algunas empresas de mensajería, entre ellas FedEx y UPS, que han comunicado su intención de devolver dichos importes a sus clientes.

6. Sectores favorecidos por los reembolsos de los gravámenes

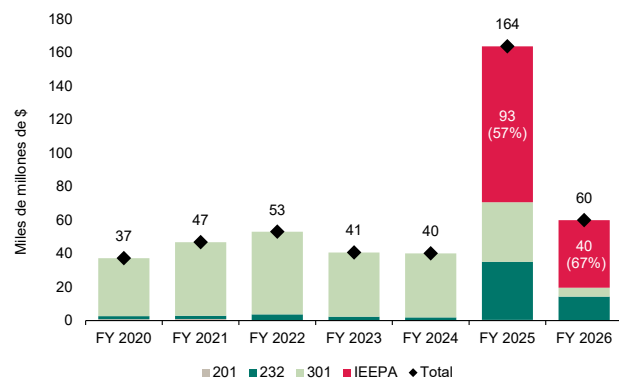


Fuente: ITA y Banca March.

Por sectores, los principales beneficiarios serán aquellas industrias más intensivas en importaciones y con cadenas de producción complejas. En particular, el sector tecnológico y electrónico concentrarán alrededor del 28 % de los reembolsos, seguido del sector manufacturero, con aproximadamente un 24 %.

La imposición del Tribunal Supremo generará un agujero en la recaudación por valor del 60 % de los ingresos obtenidos vía aranceles entre octubre de 2024 y diciembre de 2025. Asimismo, conllevará el incremento del déficit público y podría llegar a suponer un aumento del 9% de las necesidades de financiación (el déficit previsto para este año es de 1.853 billones de dólares).

7. Adiós al 60% de los ingresos por aranceles(*)



(*) Datos hasta dic. 2025. Fuente: CBP y Banca March.

Mientras, Trump ha reactivado sus amenazas arancelarias al anunciar un posible aumento de los gravámenes sobre los vehículos europeos, desde el 15% actual hasta el 25%. La justificación

oficial de la amenaza radica en la demora del bloque comunitario en ratificar el acuerdo. Sin embargo, la UE sostiene que está siguiendo su procedimiento legislativo y prevé aprobarlo en junio. El retraso se debe a que el proceso se vio temporalmente interrumpido tras las amenazas de Trump de imponer nuevas tasas a los aliados europeos que no respaldaran su propuesta de adquisición de Groenlandia.

En este contexto, y con otros grandes exportadores del sector automovilístico, como Japón y Corea del Sur, que consiguieron asegurar también un tipo del 15% para sus vehículos, el incremento supondría un riesgo adicional de pérdida de competitividad, lo que refuerza los incentivos europeos para evitar esta subida arancelaria. Desde la entrada de los aranceles, el peso de las exportaciones de automóviles a EE.UU. ha pasado del 22% al 19%, con una reducción del -10% del volumen. Pese a este retroceso, el impacto sobre el PIB europeo fue limitado, con una pérdida estimada de apenas -0,02 p.p. Por tanto, las exportaciones que se podrían ver afectadas representan apenas un 0,2% del PIB del conjunto del bloque comunitario, si bien con efectos desiguales entre los Estados miembros, concentrándose principalmente en algunas economías más expuestas como Alemania.

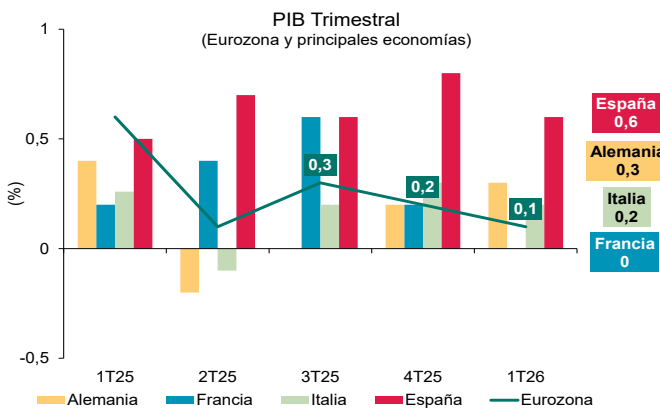
Por la parte de EE.UU., no es la primera vez que Trump recurre a esta estrategia: a principios de año, lanzó una advertencia similar a Corea del Sur, amenazando con elevar al 25% los aranceles sobre las

exportaciones coreanas –incluidos los automóviles– con el objetivo de acelerar su cumplimiento del acuerdo comercial, una amenaza que finalmente no se llegó a materializar.

El encarecimiento de la energía comienza a impactar en las principales economías europeas y en este trimestre veremos un mayor freno de la actividad.

Los nubarrones se ciernen sobre las economías de la zona euro que se enfrentarán en los próximos meses a un aumento de los costes energéticos y un deterioro de las condiciones financieras que presionarán a la baja el crecimiento. Ahora bien, consideramos que el actual *shock* energético dista mucho de lo vivido en 2022 con la invasión de Ucrania ya que la zona euro se encuentra menos expuesta a la energía que circula a través del estrecho de Ormuz, situación que debería evitar un escenario de estancamiento prolongado como el visto durante ese periodo.

8. El crecimiento se desacelera en la zona euro



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las cifras del PIB del 1T mostraron esta pérdida de dinamismo, al crecer un mero +0,1% trimestral, lo que supone una desaceleración respecto al +0,2% del trimestre previo y un resultado inferior a lo esperado. A nivel nacional, los datos muestran un comportamiento desigual y solamente Alemania logró acelerar una décima su crecimiento en este trimestre al avanzar su PIB un +0,3%, mientras que Italia se desaceleró hasta un +0,2% y el dato más negativo vino de Francia donde su actividad se ha estancado. Por su parte, en España el dinamismo sigue siendo elevado, pero también dio muestras de desaceleración al crecer su PIB un +0,6%

trimestral, dos décimas menos que el dato previo. Aunque todavía no está disponible la composición, estos datos sugieren que el aumento de los costes energéticos ya está empezando a lastrar la demanda interna en varios países, un impacto que previsiblemente se intensificará en el segundo trimestre donde no se puede descartar una contracción.

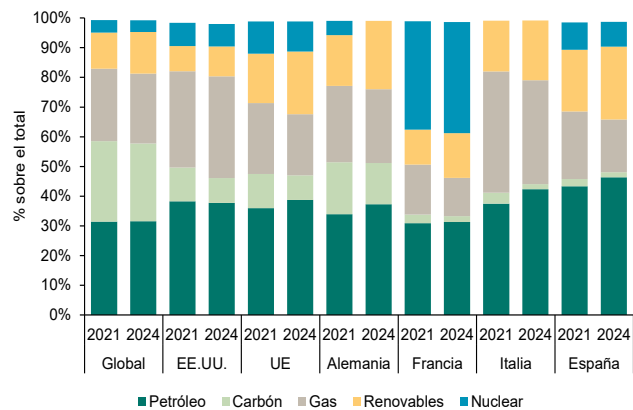
Europa sigue teniendo una elevada dependencia de combustibles fósiles (representan casi el 70% de toda la energía consumida), especialmente en transporte. Además, el principal riesgo de transmisión de este *shock* energético proviene del sistema marginalista de fijación de precios eléctricos que podría amplificar el impacto del encarecimiento del gas, con importantes consecuencias para la industria y los hogares.

Sin embargo, consideramos que es prematuro hablar de un escenario de estancamiento y fuerte repunte de la inflación como el visto en 2022, dado que actualmente el aumento de los precios de la electricidad en la zona euro se encuentran más “contenidos” y existen factores que paliarán este incremento de los combustibles fósiles.

En primer lugar, ya se han desplegado las primeras medidas fiscales para tratar de atenuar el impacto de la subida de los precios de la energía. Por una parte, las principales economías han adoptado una serie de medidas temporales, con un enfoque que trata de minimizar el coste para las arcas públicas y que sean más focalizadas (ayudas directas a hogares vulnerables y la reducción de impuesto sobre carburantes son algunos ejemplos). Por otro lado, con la reciente experiencia de 2022, la Comisión Europea también ha desarrollado un plan de actuación con medidas de emergencia coordinadas como el almacenamiento de gas, liberación de reservas y un refuerzo del marco temporal de ayudas y apoyo directo a empresas intensivas en energía.

Aunque estos esfuerzos son importantes, la verdadera diferencia y lo que nos permite ser menos pesimistas que en 2022, reside en el cambio registrado en el "mix energético" que la zona euro ha experimentado desde la crisis del gas de Rusia. Como refleja el gráfico, el gas representa ahora algo más del 20% del consumo total de energía, tres puntos menos que hace cuatro años y, más relevante aún, es que las energías renovables le han sobrepasado y son ahora la segunda fuente de energía en la zona euro con un 21% de la cuota, que si sumamos la energía nuclear representan más de un tercio de todo el consumo.

9. Mix energético por países



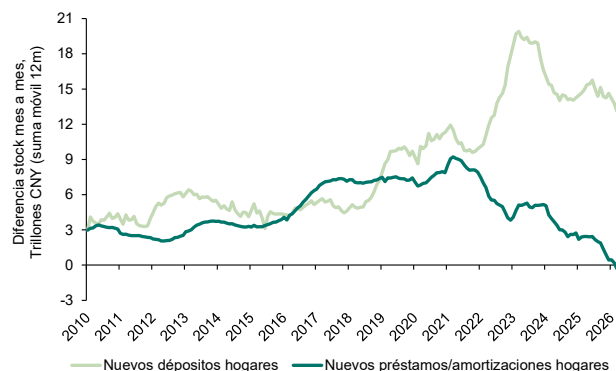
Fuente: Our World in Data y Banca March.

En China, destellos de innovación tecnológica, pero el sector inmobiliario sigue erosionando.

En el primer trimestre, el PIB creció un +5%, acelerándose desde el +4,5% del 4T 2025. Sin embargo, en el trasfondo permanece el mismo patrón: el crecimiento sigue apoyándose en el lado de la oferta, mientras que la demanda interna continúa actuando de lastre. La producción industrial refleja fortaleza, expandiéndose un +6,1% interanual en este primer trimestre mientras que la inversión privada fija se encuentra en terreno negativo en lo que va de año (-2,2%).

La principal novedad viene por el lado del mercado inmobiliario, que empezó a mostrar señales de estabilización en las grandes ciudades, aunque prematuro para interpretarlo como el inicio hacia una recuperación. Los precios de vivienda nueva en el conjunto de las cuatro ciudades más grandes (agrupadas como Tier 1) subieron un +0,2% mensual en marzo, a la vez que en ciudades como Shanghái o Pekín presentaron en abril los mayores niveles de demanda de vivienda de segunda mano para ese mes en los últimos siete y cinco años, respectivamente. Se trata, no obstante, de ajustes modestos y no a escala nacional, sino concentrados en los núcleos urbanos más dinámicos.

10. Los hogares chinos se desapalancan



Fuente: Bloomberg y Banca March

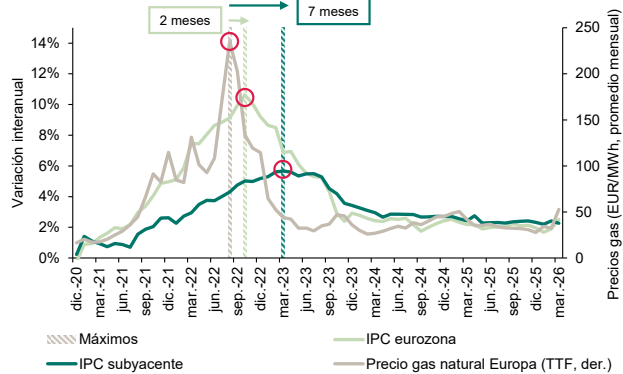
Este enfoque prudente se ve reforzado por la persistente debilidad de la confianza del consumidor. Los hogares siguen mostrándose reacios a asumir nueva deuda. En marzo, el balance de préstamos de los hogares registró por primera vez tasas interanuales negativas (-0,4%), lo que indica que no solo han dejado de endeudarse, sino que están amortizando deuda en lugar de destinar recursos al consumo. Esto es acorde con el conjunto del impulso del crédito sobre la economía china, que también permanece estancado o incluso en el último mes de marzo, restando al crecimiento (-0,7%).

Si el conflicto no se enquista, hay margen para que los efectos de segunda ronda sobre la inflación sean contenidos.

El aumento de los precios energéticos ha empezado a materializarse en la inflación a ambos lados del Atlántico. Las tasas generales reflejan ya esta primera ronda de transmisión tanto en EE.UU. (+3,3% interanual en marzo frente al +2,4% anterior) como en la eurozona (+3% el dato ya de abril frente al +1,9% previo al conflicto). En el caso estadounidense, el repunte del IPC estuvo impulsado por el componente energético, que escaló un +12,5%, y el encarecimiento de los billetes de avión (+14,9%). Por el momento, no se observa una propagación significativa al resto de categorías: en el desglose por componentes, la contribución al aumento de la inflación provino prácticamente en su totalidad por la energía, que aportó +0,8 p.p., mientras que el IPC subyacente – excluye precios de la energía y alimentos – se mantuvo en niveles similares al mes previo. La eurozona presentó el mismo patrón, con el componente de la energía aportando +1 p.p. como responsable íntegro del aumento en la tasa general, sin que se aprecien efectos de arrastre sobre el resto de los componentes.

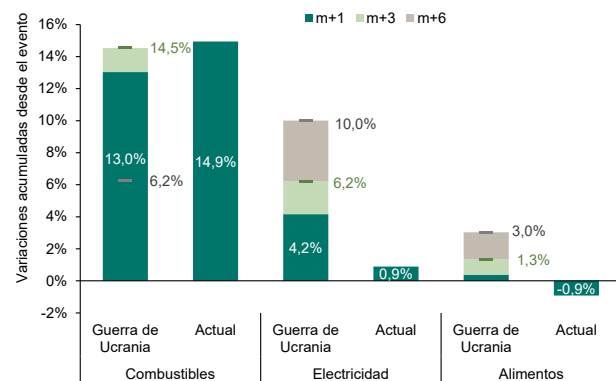
11. Ejemplo 2022: el impacto de la energía se transmite a diferentes velocidades

El caso de Europa en 2022 resulta ilustrativo para comprender el ritmo de transmisión de los shocks energéticos sobre la inflación. Cuando el precio del gas alcanzó máximos, el IPC general lo hizo de manera más inmediata, 2 meses después. En cambio, la tasa subyacente, al recoger los efectos indirectos, lo hizo con un decalaje de 7 meses.



Fuente: Bloomberg y Banca March.

12. Por el momento, la subida de precios se concentra en los combustibles(*)



(*) Promedio China, eurozona y EE.UU.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El episodio actual responde a una particularidad clave en esta fase inicial del shock: dentro del componente energético, el encarecimiento durante el primer mes se ha concentrado en los combustibles, sin haberse trasladado todavía ni a la electricidad ni a los alimentos. Este comportamiento contrasta con lo ocurrido durante el inicio de la guerra de Ucrania, cuando la transmisión hacia los precios de la electricidad se produjo a mayor velocidad.

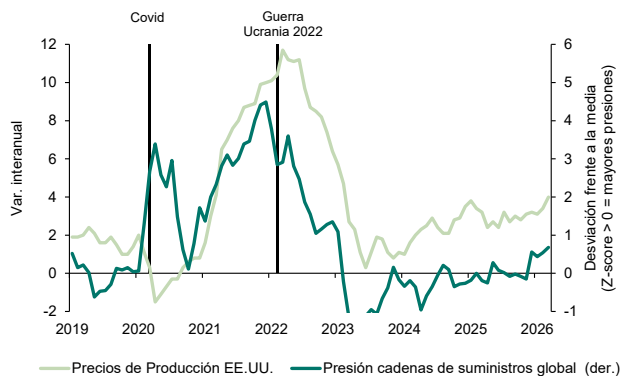
De hecho, si se considera el promedio de los componentes del IPC en China, la eurozona y Estados Unidos, los precios de los combustibles han aumentado en un solo mes más que en los tres primeros meses posteriores al inicio de la

guerra de Ucrania. En cambio, la electricidad apenas ha registrado un incremento medio del +0,9% en este primer mes, frente al +4,2% observado en el episodio pasado. En cuanto a los alimentos, que por ahora no muestran señales de contagio, además del impacto derivado del encarecimiento energético, podrían verse afectados por posibles disrupciones en el mercado de fertilizantes, dado que una parte significativa de componentes clave procede de países del Golfo, como la urea (35%) y el azufre (48%).

Por tanto, de cara a los próximos meses es previsible que empiecen a observarse repuntes tanto en la electricidad como en los alimentos, derivados de los efectos de segunda ronda, así como cierto incremento sobre la tasa subyacente, si bien estas presiones inflacionistas podrían mantenerse moderadas siempre que el conflicto no se prolongue en el tiempo.

Las cadenas de suministro muestran ciertas señales de presión, aunque distan de los niveles elevados registrados al inicio de la guerra de Ucrania. Además, Estados Unidos se encuentra menos expuesto que otras regiones.

13. Precios de producción e índice global de



Fuente: Fed NY, Bloomberg y Banca March.

El conflicto en Oriente Medio, junto con el consiguiente desvío de buques y el fuerte aumento de los costes de los fletes –han crecido un +708 % interanual en la ruta del Golfo Pérsico al Reino Unido–, ha empezado a evidenciar disrupciones en las cadenas de suministro globales. Estas tensiones se reflejan en el aumento de los retrasos en los plazos de entrega reportados por las encuestas PMI. En términos generales, las presiones siguen siendo contenidas y están lejos de episodios de disrupción severa como los observados durante la pandemia o tras el estallido de la guerra en Ucrania, no obstante, el impacto es desigual entre regiones. Las

grandes economías, como Estados Unidos y la zona euro, han experimentado hasta ahora efectos moderados, mientras que el impacto ha sido más intenso en economías pequeñas y abiertas, como Reino Unido y Japón.

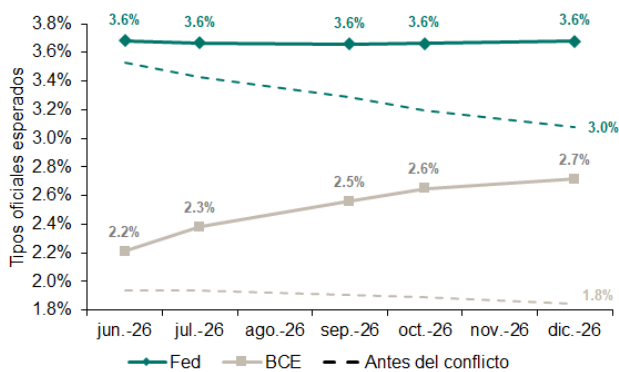
BANCOS CENTRALES

Pese a toda la incertidumbre, no suscribimos el tensionamiento que reflejan las curvas de futuros de tipos de interés. De poco servirían 3 subidas del BCE este año cuando se trata de frenar una escalada de precios del petróleo generada por un *shock* de oferta de energía y no de demanda.

En línea con el mensaje transmitido por los principales banqueros centrales la semana pasada, consideramos que aún se requiere más tiempo para evaluar el impacto de la guerra en Irán sobre la economía. Si bien los riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento se intensifican a medida que avanza el conflicto, los indicadores de actividad disponibles hasta el momento –ventas minoristas, creación de empleo, pedidos de bienes de capital– no apuntan a un deterioro significativo de la actividad.

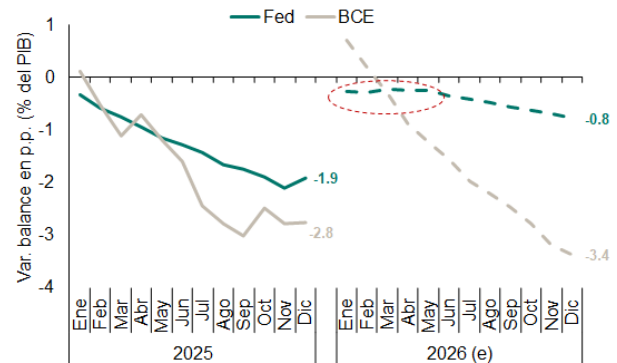
Esta relativa resiliencia se explica por el hecho de que, hasta ahora y a diferencia de lo ocurrido en 2022 tras la invasión de Ucrania, el encarecimiento de los combustibles no se ha trasladado de forma significativa a otros componentes de la inflación. El impacto sobre partidas como la electricidad o los alimentos está siendo limitado, lo que atenúa los efectos de segunda ronda y condiciona la lectura del contexto inflacionario por parte de los bancos centrales.

14. Fed vs. BCE: tipos oficiales esperados



Fuente: Bloomberg y Banca March.

15. Fed vs. BCE: variación del balance como % del PIB



Asimismo, este contexto pone de manifiesto que la política monetaria no se canaliza exclusivamente a través de los tipos de interés. Pese al elevado nivel de incertidumbre geopolítica, las principales autoridades monetarias mantienen sin cambios sus estrategias de balance. En particular, la Reserva Federal prevé sostener en 2026 una política prácticamente neutral, con un ligero sesgo expansivo en la primera mitad de año, mientras que el BCE continuará retirando liquidez del sistema. Según nuestras estimaciones, los activos de la Fed cerrarán el ejercicio en torno al 21% del PIB –frente al 19% previo a la COVID–, a la vez que el del BCE se situará cerca del 36% del PIB, por debajo del 39% registrado a comienzos de 2020.

Kevin Warsh: una independencia bajo la lupa.

Kevin Warsh tendrá que esmerarse mucho para demostrar su independencia como presidente de la Fed. Su designación por parte de Donald Trump –quien ha cuestionado reiteradamente la autonomía de la política monetaria– mantendrá su credibilidad bajo un escrutinio constante.

Tras el cierre de las investigaciones del Departamento de Justicia sobre Jerome Powell, el camino para que Kevin Warsh asuma la presidencia de la Fed queda despejado. Una vez superada la votación en el

Comité Bancario del Senado –de mayoría republicana–, seguirá el voto del pleno del Senado –también con mayoría republicana– a mediados de mes.

Por su parte, y rompiendo con la tradición, Powell sorprendió a los mercados al anunciar su intención de permanecer como miembro de la Junta de Gobernadores –cuyo mandato se extiende hasta 2028– una vez que concluya su etapa como presidente. Se trata de una decisión con un único precedente en los 113 años de historia del banco central: en 1948, Marriner Eccles optó por seguir como gobernador tras dejar la presidencia con el objetivo de salvaguardar la independencia de la Fed frente a las presiones del entonces presidente Truman quien, al igual que Trump, abogaba por una política monetaria más *dovish*.

Con este movimiento, queda por ahora descartada la posibilidad de que Trump utilice la salida de Powell para designar a un nuevo gobernador más alineado con su visión. Si Powell efectivamente se mantiene en la Junta, Trump no dispondrá de nuevas vacantes en la Reserva Federal hasta enero de 2028.

El nuevo presidente de la Fed deberá gestionar un entorno marcado por unos precios de la energía más elevados, con la inflación todavía por encima del objetivo de la autoridad monetaria.

Más allá de la visión que pueda defender Kevin Warsh, su capacidad real de actuación estará, en última instancia, condicionada por el entorno macroeconómico. Por este motivo, consideramos que su eventual llegada a la Fed, aunque previsiblemente introducirá ciertos ajustes, no implicará un giro radical en la política monetaria.

En este marco, el candidato a suceder a Jerome Powell ha defendido dos líneas de actuación que apuntan en direcciones opuestas. Por un lado, se ha mostrado partidario de unos tipos de interés más bajos –en línea con las exigencias de Trump– apoyándose en la idea de que las ganancias de productividad derivadas de la IA podrían ayudar a mantener los precios contenidos. Sin embargo, mantiene simultáneamente una visión crítica respecto al tamaño del balance de la Fed y al uso de este como herramienta de política monetaria. Frente a ello, cabe esperar que la Fed vuelva a aplicar una reducción paulatina de sus activos (QT), similar a la observada entre mediados de 2022 y finales del año pasado, lo que implicaría una retirada de liquidez del sistema e iría en el sentido contrario a una política de abaratamiento del coste del dinero.

Incluso bajo un escenario particularmente favorable para Warsh en el que, a partir de junio, se reactivase la reducción del balance al ritmo medio del último episodio de QT –en torno a -54.000 M\$ al mes–, el tamaño del balance se situaría en el 19,5% del PIB en diciembre de 2026. Este nivel sería apenas 1,2 p.p. inferior al escenario base, que asume la ausencia de cambios durante el resto del año.

Por otro lado, aun bajo el supuesto de que Warsh asumiera el cargo en mayo y los efectos de segunda ronda del conflicto sobre la inflación se mantuvieran contenidos, el precio del petróleo se sitúa actualmente un 60% por encima de sus niveles registrados hace un año. Además, más allá de la posible presión de los mercados, cualquier modificación en la política monetaria requiere el respaldo de al menos siete de los doce miembros del comité, lo que pone de relieve que, si bien el papel del presidente es determinante, dista de ser omnipotente. En este sentido, la visión del Comité en relación con los recortes de tipos es muy heterogénea: según el *dot plot* de marzo, siete miembros no anticipan cambios en los tipos oficiales este año, otros siete prevén una única bajada y cinco contemplan dos o más.

Con relación a esto último, Warsh mantiene una postura crítica frente a una comunicación excesivamente orientada al futuro de la política monetaria. Ha cuestionado abiertamente el *dot plot*, al considerar que transmite una falsa sensación de precisión y compromete innecesariamente a la Reserva Federal con trayectorias futuras de tipos, defendiendo que las decisiones deben basarse estrictamente en la evolución de los datos y no en compromisos explícitos previos.

En conjunto, consideramos que, en el corto plazo, existen múltiples factores que restringirán de forma significativa el margen de discrecionalidad de Kevin Warsh al frente de la Reserva Federal. No obstante, seguimos estimando que la Fed dispone de margen para llevar a cabo dos recortes de tipos a lo largo de 2026. El conflicto en Irán previsiblemente retrasará el calendario de estas bajadas, que difícilmente se materializarán antes del verano, con la posibilidad de que el segundo recorte se posponga hasta comienzos de 2027.

RENTA FIJA

El abrupto tensionamiento de la curva abre la oportunidad para incrementar exposición en el plazo 1 a 3 años.

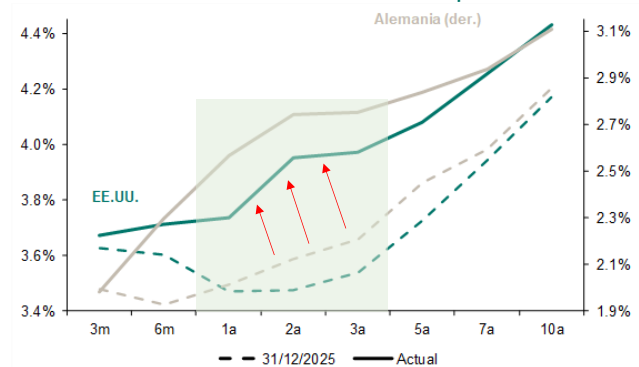
El encarecimiento de la energía derivado del conflicto en Oriente Medio ha llevado al mercado a descontar hasta tres subidas de tipos oficiales en la zona euro —cuando previamente no se anticipaban movimientos por parte del BCE— y ha desvanecido las expectativas de dos recortes en Estados Unidos.

Desde nuestro punto de vista, este endurecimiento monetario implícito en las curvas de futuros resulta excesivo bajo nuestro escenario central, el cual contempla una resolución próxima del conflicto y una normalización gradual del flujo energético. Bajo estas premisas, el impacto inflacionario debería moderarse de forma progresiva, limitando la necesidad de ajustes adicionales por parte de los bancos centrales.

En este contexto, consideramos que posicionarse en el tramo más corto de la curva —entre 1 y 3 años— ofrece un binomio rentabilidad-riesgo especialmente atractivo. Puesto en números, desde el inicio de las agresiones los tipos a dos años han aumentado en torno a +50 p.b. en Estados Unidos y +65 p.b. en Alemania, ofreciendo un punto de entrada interesante.

Esta exposición permite capturar los niveles actuales de rentabilidad sin asumir un incremento desproporcionado del riesgo de duración y, al mismo tiempo, beneficiarse ante una eventual corrección de las expectativas de política monetaria.

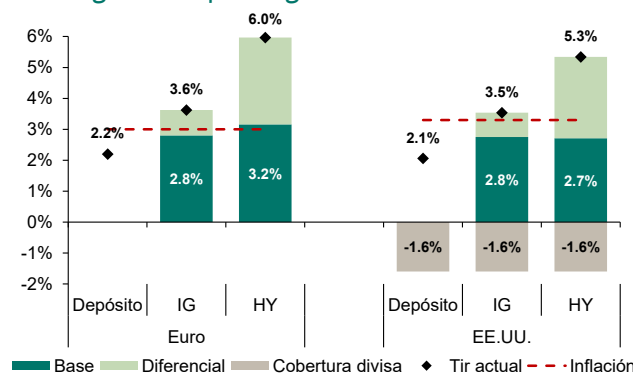
16. EE.UU. vs. Alemania: curvas de tipos soberanos



Fuente: Bloomberg y Banca March

Dentro del activo, mantenemos nuestra preferencia por el segmento de mayor calidad, aunque su potencial es cada vez más limitado.

17. Desglose Tir por segmentos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por segmentos, consideramos que la deuda pública presenta un atractivo reducido y seguirá viéndose penalizada tanto por el repunte de la inflación como por los previsible anuncios de medidas fiscales destinadas a mitigar los efectos negativos del conflicto. Asimismo, los tipos de interés a muy corto plazo —con vencimientos inferiores a un año— resultan insuficientes para combatir la inflación.

Frente a este entorno, mantenemos nuestra preferencia por la deuda de mayor calidad, que ofrece una Tir del 3,6% en Europa y del 3,5% en Estados Unidos (con divisa cubierta),

ligeramente por encima del último dato de inflación de cada región.

No obstante, consideramos que su atractivo es cada vez menor por dos factores principales. En primer lugar, las valoraciones —medidas a través de los diferenciales de crédito— se encuentran en niveles especialmente ajustados, lo que limita su potencial de revalorización. En concreto, el diferencial de crédito del IG en ambas regiones ronda actualmente los 80 p.b., apenas 10 p.b. por encima de los

mínimos de la última década y muy alejado de las medias históricas de 120 p.b. en Europa y 110 p.b. en el gigante norteamericano. En segundo lugar, el repunte de la inflación, aun siendo transitorio, seguirá ejerciendo presión adicional y erosionando las rentabilidades reales.

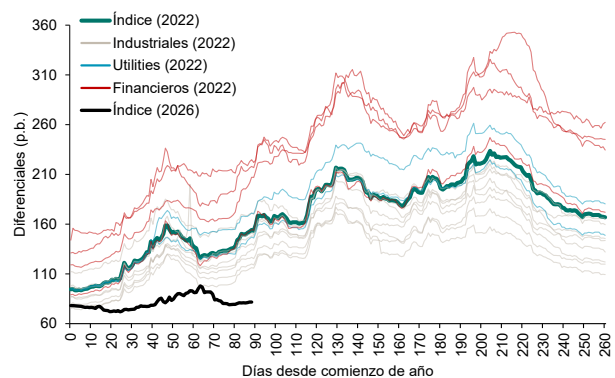
Con todo esto, el activo está mostrando un buen comportamiento pese a la incertidumbre. En el caso del IG europeo, en el acumulado del año se mantiene prácticamente en tablas, apoyado por el *carry* que ha aportado +1 p.p. a la rentabilidad. Mientras tanto, la duración sigue penalizando al detraer -1,5 p.p. al resultado total.

Al margen de ciertos elementos comunes, el contexto actual es muy diferente al de 2022 tras la invasión a Ucrania, con un impacto claramente más limitado sobre las compañías europeas.

En el Viejo Continente, más allá de ciertas similitudes en el plano energético, el entorno actual difiere sustancialmente del observado en 2022 tras la invasión de Ucrania. En primer lugar, el *shock* vigente presenta un carácter claramente más global y, por tanto, un impacto menos concentrado en Europa. Esta diferencia estructural se ve reforzada por un punto de partida más favorable. En concreto, el margen de protección que ofrecen los bonos corporativos actualmente –medido como la Tir dividida por la duración– se sitúa en torno a los 80 p.b. en el segmento IG, muy por encima de los 10 p.b. en aquel momento. Un patrón similar se observa en Estados Unidos, donde la deuda de empresas IG ofrece un colchón cercano a los 76 p.b. frente a los 24 p.b. de 2022.

La mayor resiliencia del crédito europeo respalda esta lectura. En lo que va de año, los diferenciales del IG euro se han ampliado únicamente en torno a +4 p.b., un comportamiento que contrasta con el observado en 2022. Entonces, el deterioro se concentró en los sectores más sensibles a los tipos de interés –como los REITs, cuyos diferenciales llegaron a ampliarse en +126 p.b.— en un entorno marcado por un ciclo de subidas del BCE especialmente agresivo, que elevó el precio del dinero del 0% al 2,5%.

18. Crédito europeo IG: evolución diferenciales (2022 vs. 2026)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

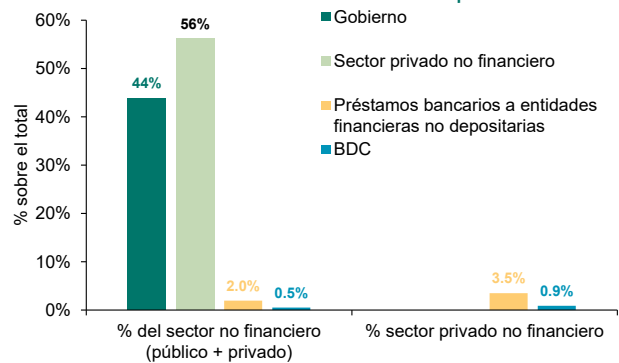
Crédito privado: muy prematuro para hablar de riesgo sistémico.

A pesar de la creciente atención mediática que ha recibido el crédito privado en los últimos meses –motivada en gran medida por las solicitudes de rescate registradas en fondos de deuda privada durante el primer trimestre–, consideramos que todavía resulta prematuro calificarlo como una fuente de riesgo sistémico. Cabe recordar que, dada la iliquidez inherente a este tipo de vehículos, los reembolsos suelen estar limitados al 5% del valor liquidativo, si bien algunos gestores relevantes como Blackstone, Cliffwater u Oaktree optaron por devolver importes superiores a ese umbral con el objetivo de preservar la confianza de sus inversores. Más allá del ruido generado, nuestra valoración se apoya fundamentalmente en el peso relativo del crédito privado dentro de la financiación total del sistema y en una estructura de vencimientos que, por el momento, limita la probabilidad de tensiones generalizadas en el corto plazo.

El crédito privado, entendido como el conjunto de préstamos concedidos fuera del sistema bancario tradicional, ha explicado una parte relevante del crecimiento reciente del crédito corporativo. Este dinamismo responde, en gran medida, a la búsqueda de esquemas más ágiles, que reduzcan la dependencia de bancos coordinadores y permitan una negociación más directa entre prestatarios y prestamistas, con mayor flexibilidad en términos de estructura y condiciones.

Dado que medir el tamaño del crédito privado resulta complejo –con estimaciones que lo sitúan entre 1,5 y 2 billones de dólares, concentrándose cerca del 75% en Estados Unidos– una aproximación útil es analizar los préstamos bancarios a instituciones financieras no depositarias (NDFIs por sus siglas en inglés). Estas entidades conceden financiación sin captar depósitos del público y actúan como canal de intermediación crediticia no bancaria. En la actualidad, su peso equivale al 3,5% de los préstamos totales al sector privado no financiero, y en torno al 2% de la deuda total del sistema, lo que acota de forma significativa su potencial de contagio sistémico.

19. EE.UU.: tamaño mercado crédito privado



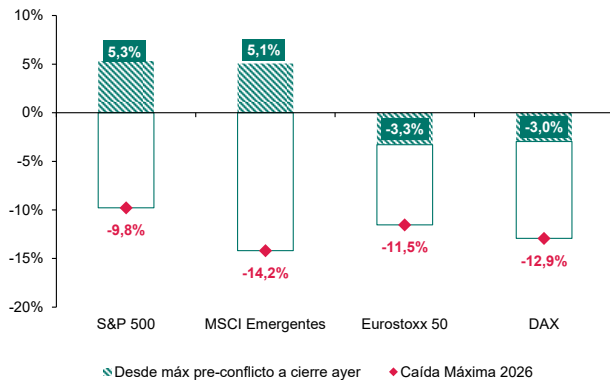
Fuente: BIS, FFIEC y Banca March.

Dentro de este universo destacan las compañías de desarrollo empresarial (BDCs), un tipo de institución financiera no depositaria que desempeña un papel muy relevante en la financiación a empresas. Actualmente gestionan más de 400.000 M\$ en activos repartidos entre distintos sectores, con una composición claramente dominada por la deuda, que representa en torno al 90% del total. En este contexto, conviene subrayar que cerca del 55% de sus activos de deuda vencen a partir de 2030, lo que contribuye a reducir los riesgos de refinanciación y a suavizar las tensiones de liquidez en el corto plazo.

RENTA VARIABLE

La clave sigue siendo mantenerse invertido en un mercado cuya recuperación ha sido rápida, pero que impulsado por unos fuertes beneficios aún conserva un notable potencial.

20. Rentabilidades durante el conflicto^(*)



(*) Caída máxima (desde máximos pre-guerra 2026 a mínimo post-guerra) y rentabilidad de máximos pre-guerra a último cierre.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las bolsas globales se han recuperado con rapidez del *shock* provocado por la guerra en Irán. El mes se ha saldado como el abril más rentable para el S&P 500 en los últimos 50 años (+10,4%), lo que reafirma nuestra estrategia de mantener la calma y no entrar en pánico tras el ataque a Irán y el Líbano.

Como subrayábamos en los momentos más abruptos del conflicto: perderse únicamente los tres mejores días de mercado posteriores al inicio de los conflictos reduce la rentabilidad media a 12 meses del +7,8% a prácticamente el 0%. Algo similar ha vuelto a suceder en el episodio de Irán, ya que permanecer fuera del mercado tanto el día en que comenzó a

descontarse una posible tregua (31/03) como el propio momento del anuncio (08/04) habría provocado que el actual +5% respecto a los niveles pre-conflicto se tornará ligeramente negativo.

Por su parte, los mercados emergentes ya han recuperado íntegramente la caída registrada en marzo, mientras que Europa –la región más rezagada debido al menor peso del sector tecnológico en el índice– se encuentra todavía a un -3,3% de sus máximos. Esta divergencia regional se explica, en gran medida, por el sesgo sectorial: cuanto mayor ha sido la exposición a tecnología –y, en particular, a semiconductores–, más intensa ha resultado la recuperación. El sector global de semiconductores acumula una revalorización cercana al +30% en el año.

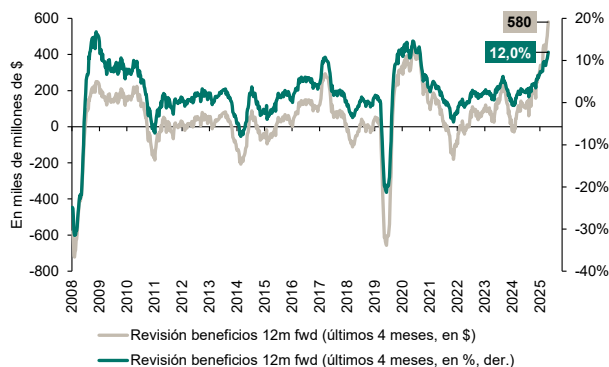
Tras este rápido rebote, consideramos que la tentación a reducir exposición ante el vértigo de las subidas no es un argumento suficiente como para infraponderar riesgo. En esta ocasión, el avance de las bolsas no solo responde a que los mercados descuentan un escenario más constructivo en las negociaciones entre EE.UU. e Irán, sino también a unos beneficios empresariales cuyas revisiones han sorprendido de forma muy positiva, pasando en el trimestre de un crecimiento esperado del +14% al +29%.

Asimismo, el impacto negativo de la peor estacionalidad a partir de mayo podría ser menos relevante en esta ocasión. Como hemos señalado en ediciones anteriores, este patrón está fuertemente influido por episodios muy concretos –la crisis de septiembre de 2008, por ejemplo– y no constituye un marco de inversión consistente. A ello se suma que la reapertura del estrecho actuaría como catalizador adicional, con potencial para desplegarse a lo largo de los meses de verano si se cumplen nuestras previsiones de un proceso rápido de acuerdo.

Por último, no anticipamos un frenazo abrupto del ciclo económico, que desde nuestro punto de vista sigue siendo el factor clave. Hasta ahora, los semiconductores y la inversión vinculada a la inteligencia artificial han actuado como catalizadores inesperados de nuevas subidas, y una resolución rápida del conflicto, junto con la normalización del nudo de Ormuz, debería seguir apoyando los avances del mercado durante el resto del año. Asimismo, las valoraciones de 18 veces beneficios para la bolsa global son un 6% más bajas que las de principio de año.

Las contundentes revisiones al alza de los beneficios tienen su origen en la escasez de oferta. La intensa demanda de chips de memoria, con cuellos de botella aún presentes, junto con el repunte de los precios del petróleo, ha impulsado unos resultados del 1T que superan con creces las expectativas más optimistas.

21. MSCI World ACWI: revisión beneficios 12m (e) (últimos 4 meses)



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Los resultados ya venían mostrando una notable fortaleza desde finales de diciembre. Sin embargo, pese a las revisiones realizadas a comienzos de año y a un optimista crecimiento esperado del +14% para los beneficios del trimestre en Estados Unidos, la capacidad de las compañías para batir expectativas ha superado cualquier previsión, elevando esta cifra hasta el +29% en el caso del S&P 500.

En Europa, las revisiones han sido más moderadas. No obstante, el fuerte incremento de los beneficios de las empresas vinculadas al sector petrolero ha permitido una mejora adicional de las estimaciones, dejando un crecimiento agregado de BPA en el +7% frente al

+4% esperado en las primeras semanas de abril.

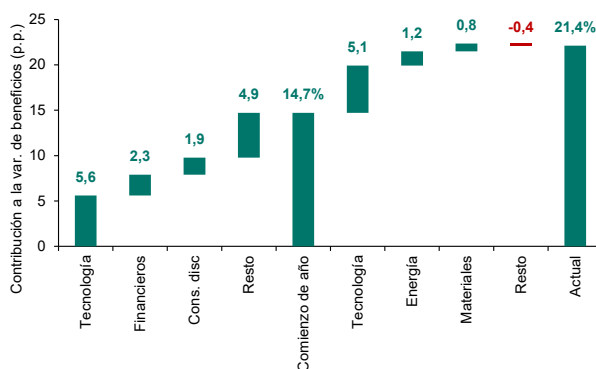
Con estas nuevas cifras, el impulso global de los beneficios para 2026 se revisa al alza, desde el +14% hasta el +21%. En una perspectiva histórica, el ritmo de revisiones observado en los últimos cuatro meses solo es comparable al que suele producirse a la salida de una recesión. Y gran culpa la tiene la escasez de oferta de semiconductores y de crudo.

Por un lado, la escasez de chips de memoria se ha reflejado directamente en los precios. En promedio, el coste de las referencias más avanzadas de estos semiconductores (DDR5) se ha multiplicado por seis desde septiembre. Este fuerte encarecimiento ha sido capitalizado por las tres compañías que dominan el mercado –Samsung Electronics y SK Hynix en Corea del Sur, junto con la estadounidense Micron Technology–.

A modo de referencia, en diciembre del año pasado se estimaba que Micron obtendría unos beneficios de 4.800 millones de dólares en el primer trimestre de 2026. Sin embargo, la realidad ha sido muy distinta: los beneficios han alcanzado los 14.000 millones, con perspectivas de que, en el plazo de un año, estos resultados trimestrales puedan duplicarse hasta aproximarse a los 30.000 millones. Para ponerlo en contexto, con estas cifras, Micron ha generado prácticamente los mismos beneficios trimestrales que JP Morgan en este primer trimestre, o bien, de cara a 2026, se estima que SK Hynix podría alcanzar un nivel de beneficios similar al de todo el sector industrial cotizado europeo, en torno a los 100.000 millones de euros.

Por otro lado, aunque con un peso menor en el conjunto del mercado, el sector energético se ha convertido también en un soporte relevante para las revisiones al alza –aportando +1,2 p.p. en la revisión de beneficios de este año–. Con unos precios del petróleo que previsiblemente se mantendrán en niveles superiores a los observados antes del conflicto, las compañías energéticas dejan atrás la fase de contracción de beneficios y contribuyen a devolver principalmente a las bolsas europeas a tasas de crecimiento positivo a nivel trimestral.

22. Contribución a la variación de beneficios 2026

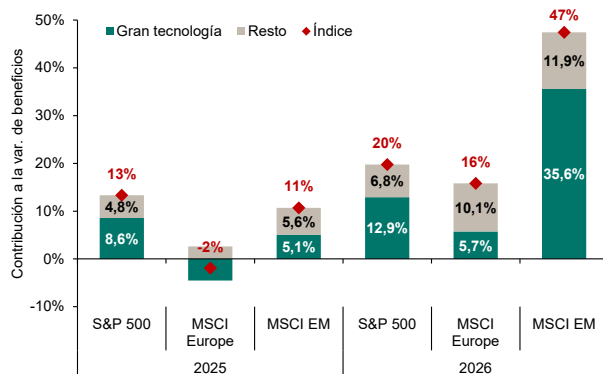


Fuente: Refinitiv y Banca March.

Por tanto, la fortaleza inusitada de las cifras del primer trimestre consolida el tercer año consecutivo de crecimiento de los beneficios en las bolsas globales. Aunque el impulso sigue teniendo su origen principal en un único sector –la tecnología–, en esta ocasión el reparto es más amplio y las verdaderas sorpresas proceden de compañías situadas fuera del ámbito de los hiperescaladores. Se consolida así una nueva fase, en la que los gigantes de la computación intensifican sus inversiones y el ecosistema que los rodea se beneficia tanto de la magnitud de ese esfuerzo como de la escasez de recursos en torno a esta temática.

Con la maquinaria del crecimiento en la tecnología pensamos que debemos mantenernos más expuestos a Estados Unidos y emergentes. Las ventajas estructurales de ambas regiones frente a Europa se consolidarán este 2026.

23. Crecimiento esperado de beneficios por regiones y segmentos



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Las bolsas estadounidenses han liderado los avances tras el conflicto (+15,5% desde mínimos), siendo una de las regiones donde se han concentrado las mayores revisiones al alza de resultados. A ello se suman los sólidos números de los hiperescaladores, la creciente demanda de capacidad computacional y una competencia china que no ha logrado repetir el éxito de DeepSeek del año pasado. Todo ello, junto con el despliegue de nuevos modelos y productos comerciales en el ámbito de la inteligencia artificial –con Anthropic alcanzando unas ventas recurrentes de 30.000 millones, niveles similares a los de OpenAI en tan solo año y medio–, sigue sustentando un crecimiento

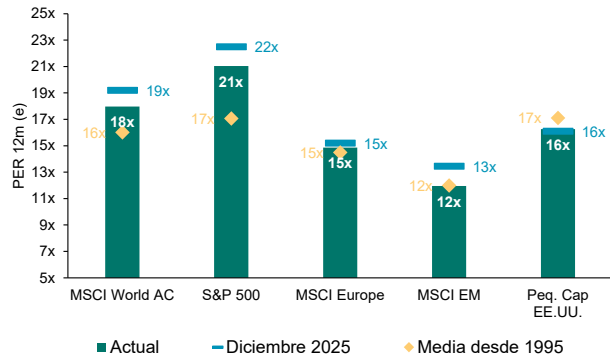
diferencial de los beneficios frente a Europa (+20% frente a +16%).

A esta ventaja estructural se está incorporando también el bloque emergente, con un protagonismo destacado de Taiwán y Corea del Sur. En estas regiones, las compañías de semiconductores —Taiwan Semiconductor, Samsung Electronics y SK Hynix— han sido las responsables del buen comportamiento de los índices –explican prácticamente todo el retorno del año– y representan buena parte del crecimiento del +30% en los beneficios estimado para 2026. La escasez de chips de memoria se prevé que persista, al menos, hasta 2027, lo que permitirá que estos valores mantengan un impulso favorable en los próximos trimestres.

En el extremo opuesto, resulta llamativo el débil comportamiento de China y la India (-4% y -5,2%, respectivamente). Ambas regiones continúan en terreno negativo de cara a 2026, afectadas en parte por la crisis del petróleo, pero también por los efectos de la destrucción creativa. En el caso de la India, el segmento tecnológico –muy centrado en servicios de IT– se ha visto especialmente penalizado, mientras que en China los mercados han descontado negativamente las fuertes inversiones de las grandes tecnológicas en capacidad computacional, en un movimiento similar al observado en Estados Unidos a finales del pasado año.

Desde nuestro punto de vista, la exposición al sector tecnológico será clave a lo largo de este ejercicio, y consideramos que Estados Unidos y los mercados emergentes representan de forma más adecuada estas oportunidades. Asimismo, un pronto desbloqueo del estrecho de Ormuz podría actuar como catalizador para las bolsas india y china, al ser dos de las regiones más afectadas por las disrupciones en el suministro energético. Todo ello se produce, además, en un entorno de valoraciones que no resulta especialmente exigente: en Estados Unidos con el múltiplo del S&P 500 situándose un 8% por debajo de los niveles de comienzos de año y con valoraciones en línea con su promedio histórico en el caso de los mercados emergentes.

24. Valoraciones por regiones



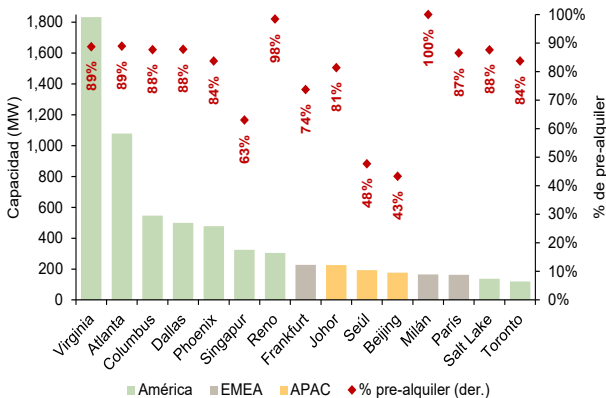
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Más allá de Irán, no hay que olvidar que 2026 es el año de la destrucción creativa. La revolución de la inteligencia artificial no solo sigue intacta, sino que está ampliando progresivamente su base de beneficiarios, dando lugar a un mercado más repartido, con un mayor número de compañías participando en las subidas y un liderazgo menos concentrado.

Seguimos defendiendo la necesidad de ampliar el espectro de inversión dentro de la tecnología. Al margen de los hiperescaladores, empiezan a cobrar protagonismo compañías que participan en la cadena de valor de la IA y que capturan de forma indirecta el impulso del ciclo de inversión.

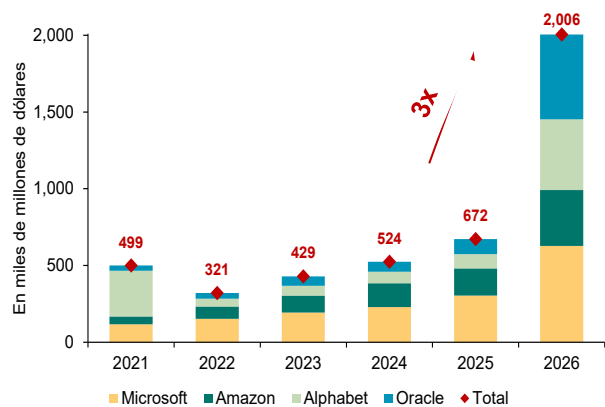
La fortaleza del ciclo de inversión actual queda reflejada en la demanda de centros de datos, que continúa en niveles excepcionalmente elevados. El 84% de la capacidad de los principales proyectos actualmente en construcción ya está prealquilada antes de su entrada en operación, una dinámica estrechamente ligada a la fuerte expansión de los hiperescaladores. En este contexto, los pedidos acumulados (*backlogs*) de cuatro de los principales hiperescaladores –Microsoft, Amazon, Alphabet y Oracle– se han triplicado en 2026, hasta alcanzar los 2 billones de dólares, una magnitud que, puesta en perspectiva, supera entre un 1% y un 2% el PIB de la economía española en 2025.

25. Centros de datos en construcción: capacidad vs. % prealquilado



Fuente: Bloomberg, Cushman & Wakefield y Banca March.

26. Hiperescaladores: pedidos (backlogs)



Sin embargo, este fuerte crecimiento de los *backlogs* no se ha traducido en un liderazgo bursátil equivalente. Mientras que los hiperescaladores avanzan en promedio un +5% en el año, otros segmentos más vinculados a la inversión real están mostrando un comportamiento significativamente

mejor. En concreto, el índice global de infraestructuras y el sector industrial acumulan subidas del +11%, reflejando una rotación hacia activos que capturan de forma indirecta la expansión de capacidad asociada a la IA.

Este patrón es aún más evidente en las compañías que forman parte de la cadena de valor de la IA, que han registrado avances muy superiores en el año. Empresas clave en el proceso de fabricación de semiconductores y componentes críticos —como la holandesa ASML, la estadounidense Micron Technology y las asiáticas Taiwan Semiconductors, Samsung y SK Hynix— acumulan una revalorización media del +97% en el año. Como consecuencia, el MSCI Emerging Markets avanza un +23%, con las tres compañías asiáticas mencionadas anteriormente explicando más del 60% de la rentabilidad total del índice pese a concentrar únicamente el 21% de su capitalización bursátil.

Por último, la reducción de la incertidumbre geopolítica, junto con unas valoraciones todavía atractivas, actúan como soporte para otros segmentos cíclicos como son las pequeñas y medianas compañías estadounidenses. El índice de pequeñas compañías acumula una revalorización del +14,7% en el año, frente al +7,6% del S&P 500, al mismo tiempo que sigue cotizando con un descuento del 23%, muy alejado de la prima histórica del 7%. A ello se suma nuestra convicción de que el mercado está descontando un escenario de subidas de tipos muy agresivo: unas condiciones financieras menos restrictivas deberían beneficiar principalmente a las pequeñas compañías, más sensibles al coste de financiación y al ciclo económico.

El potencial del sector de la defensa no reside en la reconstrucción de los arsenales sino en un giro histórico hacia la modernización.

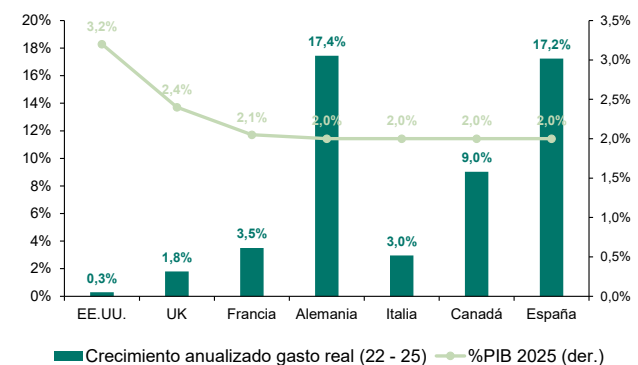
Si en nuestro anterior *House View* destacábamos la necesidad imperativa de los ejércitos europeos de elevar su gasto estructural para alcanzar los objetivos de la OTAN, los últimos datos del Pentágono confirman que esta necesidad es una realidad global ineludible.

Y es que mientras Europa busca cerrar su brecha de inversión —siendo Alemania uno de los países cuyo gasto real en defensa se ha incrementado más desde 2022—, Estados Unidos intenta iniciar a una fase de “economía de guerra” con un planteamiento presupuestario de 1,5 billones de dólares para el ejercicio fiscal 2027. Este incremento del +44% interanual prioriza la modernización, que ahora absorberá el 50% del total (758.000 M\$) vs. 30-35% histórico, un salto drástico que abre una ventana de oportunidad sin precedentes para las grandes contratistas del sector.

Esta aceleración responde a un agotamiento crítico de los arsenales tras los recientes conflictos en Oriente Medio, donde en apenas 39 días se consumió más de la mitad de las existencias de sistemas clave como los misiles Tomahawk o los Patriot. Para el inversor, este hecho supone que las compañías de defensa cuenten con una visibilidad de ingresos garantizada por años, dada la necesidad técnica de reponer inventarios y con plazos de entrega que superan en muchos casos los 48 meses.

Y aunque el mercado mantiene la cautela por los riesgos de ejecución presupuestaria asociados a los obstáculos políticos —la aprobación de hasta 350.000 M\$ vía reconciliación presupuestaria dependen de que el Gobierno logre cerrarlos antes de las *mid-terms* de noviembre—, los argumentos asociados al sector de necesidad innegociable de reposición, unida a la barrera de entrada que supone la alta tecnología de defensa y el renovado compromiso de los aliados europeos, sitúan al sector como un motor de crecimiento industrial robusto en los próximos años.

27. Evolución del gasto en defensa desde 2025



Fuentes: II.SS., OTAN y Banca March

El nuevo ciclo de defensa: más allá de los múltiplos tradicionales.

La expansión de la valoración en el sector defensa (PER<30x en el caso europeo) ha dejado de ser una anomalía técnica para consolidarse como una prima de seguridad estructural, donde el mercado ya no descuenta meras expectativas, sino la visibilidad de flujos de caja derivados de *backlogs* récord y un suelo de gasto militar que se desplaza hacia el 3,5% del PIB.

De cara al ejercicio actual, el foco del mercado virará de la adjudicación de contratos a la ejecución de carteras de pedidos, que ya superan en un 10% los niveles de 2024. El compromiso de elevar al 70% los contratos con sello europeo aseguran una cuota de mercado cautiva para los campeones industriales continentales, transformando la cartera de pedidos en ingresos recurrentes. En paralelo, el sector está pivotando hacia un modelo de fabricación masiva de equipos económicos y fáciles de reemplazar, priorizando la capacidad de despliegue a gran escala frente a las tradicionales soluciones tecnológicas de altísimo coste y lenta producción. En conclusión, la urgencia estratégica de la soberanía defensiva se ha impuesto a las métricas de valoración tradicionales, consolidando al sector como un activo estructural indispensable.

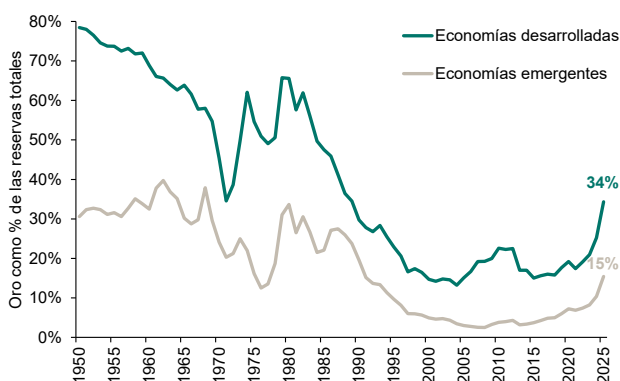
Oro: demanda creciente y oferta escasa. Aprovechamos las recientes caídas para incrementar exposición en el activo.

Las perspectivas para el oro siguen siendo constructivas a medio plazo y se sustentan tanto por factores de demanda como de oferta.

Por el lado de la demanda, las compras de los bancos centrales y de organismos oficiales continúan actuando como un claro viento a favor. En los primeros dos meses del año, las autoridades han adquirido en torno a 75 toneladas de oro, lo que representa un incremento del 50% respecto a las registradas en 2025 para el mismo periodo.

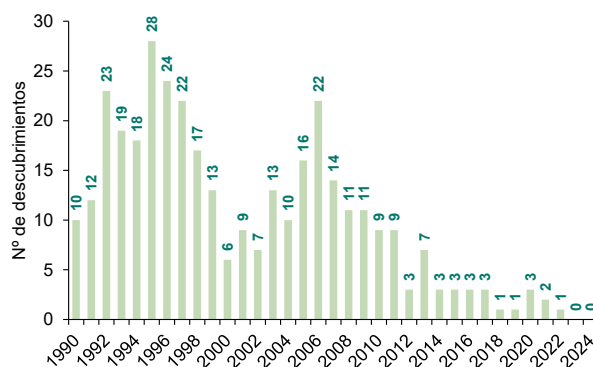
Mirando a más largo plazo, pensamos que existe un amplio margen de compra por parte de los bancos centrales de las principales economías emergentes, donde la proporción de oro sobre el total de reservas apenas alcanza el 15%, frente al 34% observado en las economías desarrolladas. En este contexto, destaca el caso de China, quinto mayor tenedor mundial de oro con 2.313 toneladas, cuyas reservas del metal suponen tan solo el 9,1% del total, muy por debajo de las de otros grandes tenedores como Estados Unidos y Alemania (83%), Francia (81%) e Italia (80%).

28. Oro como % de las reservas totales



Fuente: FMI, S&P Global y Banca March.

29. Oro: descubrimientos globales de 2 millones de onzas o más



Desde el punto de vista de la oferta, el panorama también resulta favorable. Los descubrimientos de nuevos yacimientos de oro se han reducido de forma significativa en los últimos años: desde 2020, únicamente se han identificado seis hallazgos superiores a dos millones de onzas, frente a una media histórica de 11,6, lo que refuerza las limitaciones estructurales de crecimiento de la producción.

DIVISAS

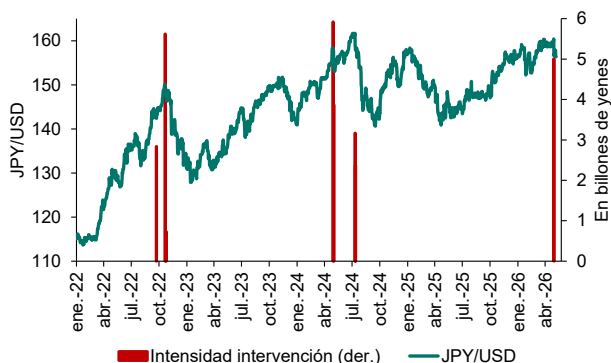
Ajuste de la estrategia en el dólar: el agotamiento del sesgo refugio y los déficits estructurales nos sugieren reducir posiciones si el billete verde retorna a los 1,16 EUR/USD.

Desde el inicio del conflicto bélico en Irán, el dólar estadounidense ha mostrado una tendencia de fortalecimiento moderado frente al euro, pasando de una fase de apreciación significativa en marzo a una corrección en abril. Este menor empuje de la divisa estadounidense llega en paralelo a la creencia, por parte del mercado, de que habrá una solución negociada del conflicto y que la reapertura del estrecho de Ormuz llegará más pronto que tarde.

Hacemos notar que, durante el mencionado periodo de aversión al riesgo de marzo, el cruce operó bajo una prima geopolítica, lo que impulsó la cotización hasta niveles de 1,15 EUR/USD. En dicha zona de sobrecompra técnica, aprovechamos su apreciación para ejecutar una reducción táctica de posiciones, capitalizando la huida hacia la calidad antes de la actual fase de distensión.

En el escenario actual, y una vez disipado el efecto "susto", observamos que la divisa estadounidense es incapaz de poner en precio el diferencial favorable de tipos de interés –ni la Fed ni el BCE movieron tipos la semana pasada– y el superior dinamismo económico de EE.UU. vs. eurozona, corroborado en los datos de PIB vistos la semana pasada. Esta resistencia a la apreciación responde en parte a un deterioro de los fundamentales estructurales que el mercado sigue de cerca: el impacto de los déficits gemelos –fiscal y por cuenta corriente– y una sobrevaloración histórica en términos de tipo de cambio efectivo real que actúa como techo para la divisa.

30. Intervenciones Banco de Japón vs. USD/JPY



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Adicionalmente, en los próximos meses podrían emerger otros factores que actúen como viento en contra para el billete verde, entre los que destacan la llegada de Kevin Warsh a la Fed y las intervenciones cambiarias del Banco de Japón. La semana pasada, la autoridad monetaria nipona habría comprado en torno a 5 billones de yenes –más de 32.000 M\$– para frenar la depreciación de su divisa, en lo que supone la tercera mayor intervención de los últimos cinco años.

Bajo estas premisas, definimos un nuevo rango operativo para el par en 1,16-1,21 EUR/USD y aguardamos al desarrollo de los acontecimientos en la crisis iraní. Así, un empeoramiento de la situación que consolidara el cruce en la parte alta del rango de valoración del dólar, en torno a los 1,16 EUR/USD, nos haría ser partidarios de deshacer nuevas posiciones en la divisa estadounidense. Consideraciones tácticas al margen, creemos que los riesgos de medio plazo, acentuados por la incertidumbre fiscal y la posibilidad de una política monetaria más *dovish*, no justifican mantener una exposición elevada en el dólar cuando este cotiza ya en niveles de valoración exigentes.

La libra esterlina atraviesa un periodo de volatilidad contenida, lo que nos lleva a estrechar el rango esperado a niveles de 0,86-0,89 EUR/GBP.

La economía del Reino Unido encara 2026 bajo un escenario de debilidad estructural –PIB 4T25 prácticamente estancado– y una notable ralentización de la demanda. Este estancamiento se ve agravado por un clima de incertidumbre política, alimentado por la agenda electoral –comicios locales, regionales y municipales del 7 de mayo– que el mercado recibe con cautela. En este contexto, el Banco de Inglaterra decidió mantener sin cambios el precio del dinero en el 3,75%, configurando un equilibrio de fuerzas contrapuestas: una política monetaria en pausa y pendiente del control de precios –IPC

marzo +3,3% interanual– combinada con un presupuesto fiscal restrictivo, que tiene por objetivo consolidar las finanzas públicas y reforzar la credibilidad de su deuda soberana a largo plazo.

Pese al complejo trasfondo descrito, la libra esterlina avanza en 2026 con una volatilidad contenida frente al euro, sugiriendo que el mercado ya ha puesto en precio los riesgos políticos y la debilidad económica. Esta ausencia de catalizadores disruptivos en el corto plazo nos lleva a estrechar nuestro rango esperado para el par al rango 0,86-0,89 EUR/GBP. Recomendamos así una posición de neutralidad táctica, operando dentro de los márgenes establecidos ya que el equilibrio entre la disciplina presupuestaria y la debilidad económica actúa como ancla eficaz para su cotización.

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.