HOUSE VIEW

CITIUS, ALTIUS, FORTIUS

BancaMarch

Citius, altius, fortius

Posición Estratégica

Clase de Activo	-2	-1	Neutral	+1	+2
Liquidez		●			
Renta Fija			●		
Renta Variable			●		
Alternativos				●	

Renta Fija	-2	-1	Neutral	+1	+2
Deuda Soberana		●			
EE.UU.			●		
Euro			●		
Bonos Corporativos				●	
Investment Grade				●	
High Yield			●		
Deuda Emergente				●	
Bonos Convertibles			●		

Renta Variable	-2	-1	Neutral	+1	+2
Europa			●		
Estados Unidos				●	
Emergentes				●	
Resto del Mundo		●			

Alternativos	-2	-1	Neutral	+1	+2
Líquidos				●	
Ilíquidos					●

Divisas	–		Neutral		+
Dólar		●			
Libra Esterlina		●			

MACROECONOMÍA

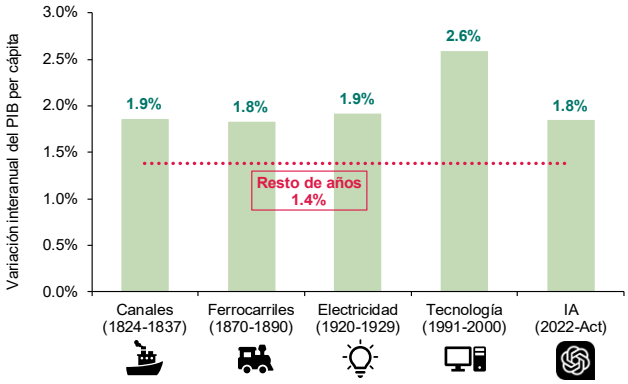
Más rápido, más alto, más fuerte son los pilares del lema olímpico. Para el barón de Coubertin, fundador de los Juegos Olímpicos modernos, constituían la verdadera filosofía de vida orientada a la permanente búsqueda de la excelencia personal y el esfuerzo como camino de autorrealización.

Una búsqueda por trascender los límites conocidos, inherente al ser humano en su afán de progreso, y que hoy se proyecta en el uso de la tecnología.

Impulsados por la inteligencia artificial (IA), la robótica y la automatización, atravesamos un periodo de cambio y una nueva carrera hacia los límites de lo posible. Ante la magnitud y complejidad de la actual transformación, consideramos esencial evitar tratar de adelantar acontecimientos. En su lugar, pensamos que, apoyados en la historia económica, debemos mantener la perspectiva y dibujar unas líneas maestras que han de guiar nuestras decisiones.

Esta vez no será diferente: la IA impulsa un nuevo cambio de paradigma…

1. La innovación impulsa el crecimiento



Fuente: Maddison Project Database y Banca March.

Una de las principales enseñanzas del pasado y que consideramos que nos debe guiar en el actual momento del ciclo económico es que, habitualmente, el desarrollo tecnológico no suele producirse de manera lineal, pero cuando ocurre, siempre conlleva un mayor dinamismo económico.

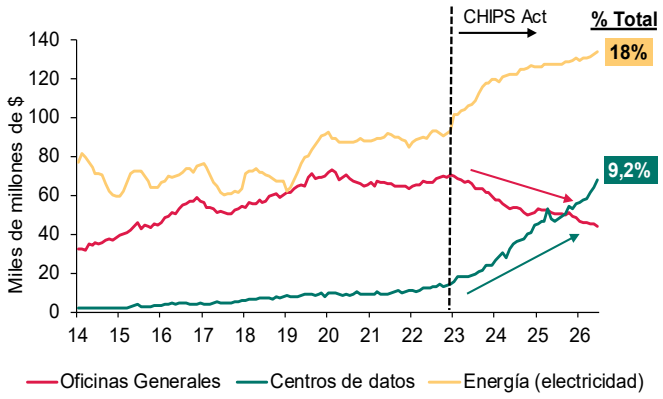
Desde las grandes innovaciones en el transporte –como el desarrollo de canales o el ferrocarril en el siglo XIX–, pasando por la electricidad, hasta la invención de los ordenadores y el desarrollo de internet, se puede establecer una característica común: fueron periodos en los cuales la riqueza agregada (es decir, el PIB per cápita) consiguió mejoras visiblemente superiores a la media histórica (gráfico 1).

Ahora nos encontramos ante la era de la inteligencia artificial, que ya se ha transformado en una fuerza macroeconómica de primer orden. La inversión mundial en IA se prevé supere el billón de dólares en 2026, de los cuales más de la mitad corresponderá a Estados Unidos, una cantidad equivalente al 2% de su PIB. Resulta aún más impresionante si la analizamos desde el punto de vista de aportación al crecimiento, dado que la inversión vinculada a la tecnología y a los centros de datos explica ya el 50% del crecimiento de la mayor economía del mundo este año.

Por otro lado, la carrera en el desarrollo de la inteligencia artificial será una fuerza que, más allá de impulsar el crecimiento del PIB, conllevará también una profunda transformación económica con grandes ganadores y perdedores: un claro ejemplo de esta fuerza transformadora lo encontramos en la construcción privada que, por primera vez en la historia, muestra que el capital destinado a la edificación de centros de datos en Estados Unidos ha superado ya el destinado a oficinas (gráfico 2).

Una tendencia en clara aceleración que implica que los centros de datos ya suponen cerca del 10% de todo el gasto en construcción realizado y que, además, también empuja al alza otras industrias auxiliares para el funcionamiento de esta nueva tecnología como es la infraestructura eléctrica, sin la que la inteligencia artificial no podría seguir ganando escala. La inversión y mejora de la infraestructura eléctrica está también recibiendo importantes inversiones, prueba de ello es que sigue ganando preponderancia dentro de la construcción privada, superando a día de hoy el 17% del total desde el 14% registrado en 2022, año en el cual se lanzó ChatGPT y también la CHIPS Act estadounidense destinada a impulsar la fabricación nacional de semiconductores.

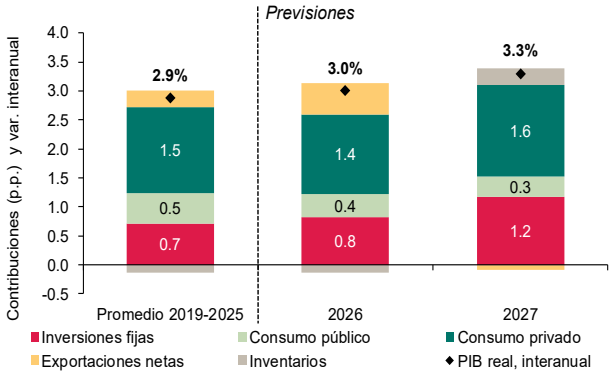
2. El gasto en construcción de centros de datos ya supera el destinado a oficinas



Fuente: Bloomberg y Banca March.

…y el ciclo económico continuará extendiéndose empujado por la inversión.

3. Más de un tercio del crecimiento global vendrá por la inversión



Fuente: O.E. y Banca March.

En este contexto, consideramos que el ciclo expansivo actual se prolongará dado que, a pesar de la amenaza de unos costes de financiación y unos precios del crudo más elevados, la innovación y el dinamismo de la inversión privada liderarán la necesaria transformación económica y actuarán como motores del crecimiento.

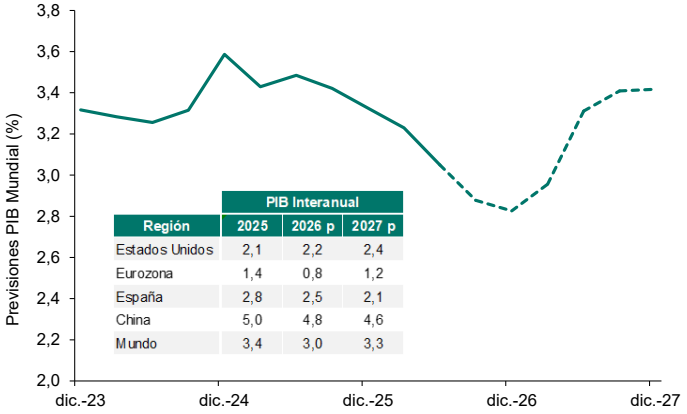
Como mostramos en el gráfico, esta nueva fase de expansión tendrá una característica diferencial a lo visto tras la pandemia, y es que la inversión se convertirá en el principal motor de la actividad, explicando más de un tercio del avance del PIB mundial.

En conjunto, consideramos que, a pesar del encarecimiento de la energía, la economía global se ha mostrado más resiliente de lo esperado, lo que unido a la fortaleza del ciclo de inversión en bienes de capital (*capex*) para la IA nos permite vislumbrar una reactivación el próximo año.

A nivel regional, nuestras perspectivas apuntan a que Estados Unidos acelerará el crecimiento de su PIB el próximo año, volviendo a tasas cercanas al +2,5% interanual, y será una de las economías responsables de la reactivación del crecimiento mundial.

Este superior dinamismo de la economía estadounidense se apoyará en su mayor productividad, y también en un mercado laboral donde la contratación es más reducida que en años previos, pero resiste en niveles suficientes para apoyar el consumo privado.

4. Previsión PIB: desaceleración transitoria

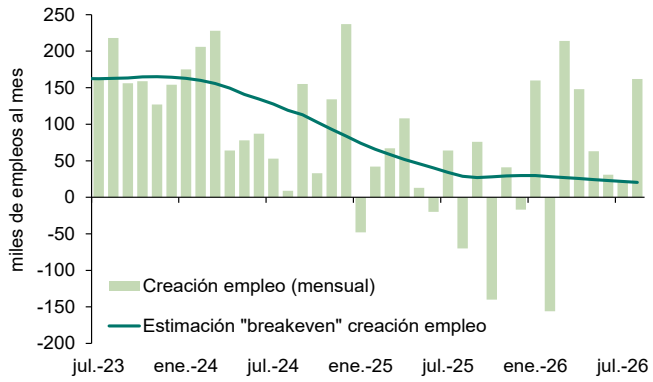


	PIB Interanual		
Región	2025	2026 p	2027 p
Estados Unidos	2,1	2,2	2,4
Eurozona	1,4	0,8	1,2
España	2,8	2,5	2,1
China	5,0	4,8	4,6
Mundo	3,4	3,0	3,3

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

El empleo resiste: se modera la contratación, pero los despidos se mantienen contenidos.

5. La economía exige ahora una menor creación de empleo (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

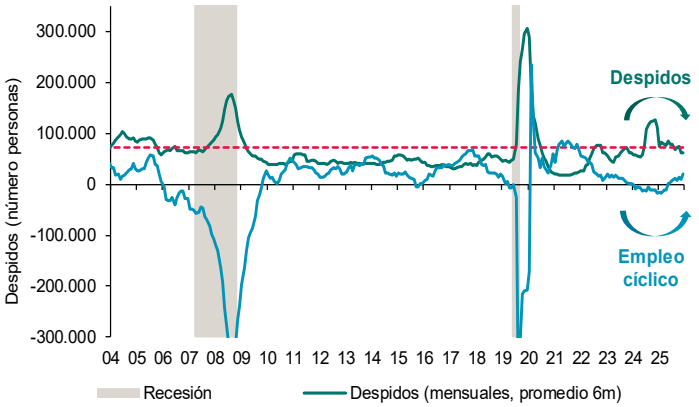
Aunque la creación de empleo se ha desacelerado, los niveles actuales son suficientemente sólidos como para mantener contenida la tasa de paro y sostener así el consumo privado.

En concreto, en lo que llevamos de año la economía estadounidense ha generado un promedio de 80.000 puestos al mes frente a la media de 66.000 de los últimos dos años. Este ritmo (gráfico 5) es casi el doble del necesario para que la tasa de paro siga en niveles reducidos –en agosto repitió el 4,1%, su menor nivel desde enero del año pasado–.

Asimismo, conviene tener en cuenta otros dos factores que apuntan a que la resiliencia del empleo perdurará en los próximos meses. Por una parte, los sectores más cíclicos de la economía, como son la construcción, la industria y la minería, están ahora creando empleo, lo que habitualmente ocurre en periodos de expansión económica.

Por otro lado, aunque la llegada de la inteligencia artificial está elevando los temores a que se incrementen los despidos, los datos reflejan que los empresarios no están reduciendo su plantilla, sino que los despidos acumulados este año son menores que la media histórica (gráfico 6).

6. Despidos contenidos y manufacturas creando empleo, apuntan a una extensión del ciclo (EE.UU.)(*)



(*) Despidos (Challenger) y empleo cíclico = minería, industria y construcción.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Europa: no descarrila a pesar de los vientos en contra.

Pese a la fuerte dependencia energética del exterior que presenta el Viejo Continente, y a la incertidumbre generada por el conflicto en Oriente Medio, Europa muestra hasta el momento una fuerte resiliencia. La eurozona registró un crecimiento trimestral del +0,6% en el segundo trimestre del año, el mayor avance en cuatro años, lo que pone de manifiesto que los esfuerzos realizados desde la crisis energética de 2022 por cambiar el *mix* energético están reduciendo la vulnerabilidad de la región ante *shocks* energéticos externos.

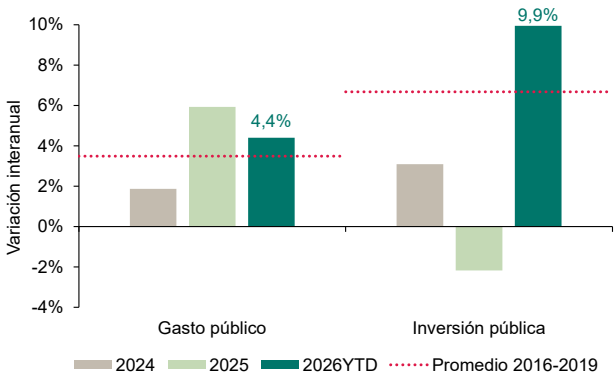
En términos interanuales, el PIB de la eurozona avanzó un +1,2%, una tasa similar a las registradas previas al conflicto. En el desglose por países, la evolución sigue siendo heterogénea entre las principales economías del bloque: España continúa liderando el crecimiento con un avance del +2,6%, y cabe destacar también el caso de Alemania que, tras varios años de estancamiento, crece a tasas en línea con el conjunto comunitario (+1%). Mientras, Francia permanece rezagada, con una expansión de apenas el +0,5%.

De cara a los próximos meses, consideramos que la expansión del Viejo Continente se acelerará –impulsado por Alemania–, aunque continuará experimentando tasas de crecimiento anémicas

penalizado tanto por factores cíclicos –costes energéticos elevados– como estructurales –la amenaza comercial de China en sectores estratégicos–.

Por el lado positivo, se espera que Alemania aporte este año una cuarta parte del incremento del PIB de la eurozona, frente a la contribución prácticamente nula en 2024. Y es que, la economía germana es la que dispone de una capacidad diferencial de estímulo fiscal. En lo que va de año, la partida de inversión pública (incluye ayudas y subvenciones canalizadas a las empresas) ha aumentado un +9,9% interanual, acelerándose respecto a los ejercicios anteriores y situándose por encima del promedio del +6,7% entre 2016 y 2019.

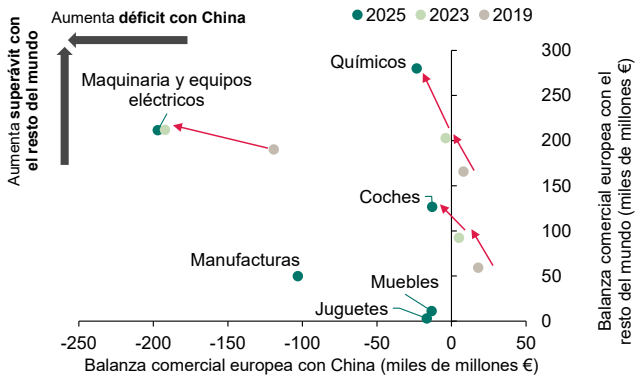
7. Alemania: gasto público total e inversiones



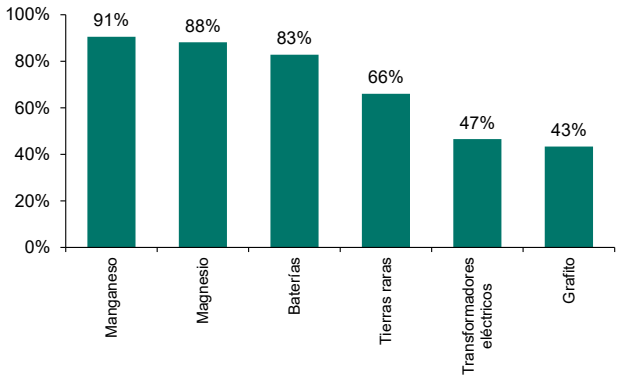
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sin embargo, Europa sigue enfrentándose a un desafío de carácter sistémico: la pérdida gradual de competitividad frente a China. El gigante asiático está ganando cuota de mercado en sectores en los que las empresas europeas tradicionalmente han mantenido una posición de liderazgo.

8. Balanza comercial UE vs. China y resto del mundo



9. Importaciones desde China (% total UE)



Fuente: Eurostat y Banca March.

Como muestra el gráfico 8, Europa continúa aumentando sus exportaciones y su superávit comercial con el resto del mundo en industrias como la química, la automoción o la maquinaria. Al mismo tiempo se ve obligada a reforzar su competitividad, ya que China avanza rápidamente en estos mercados, como refleja el creciente déficit comercial europeo con el país asiático en este tipo de productos. A ello se suma una elevada dependencia en determinadas materias primas e insumos estratégicos. Un ejemplo es el manganeso, un componente esencial para la fabricación de baterías de vehículos eléctricos: alrededor del 91% de las importaciones comunitarias de este mineral proceden de China.

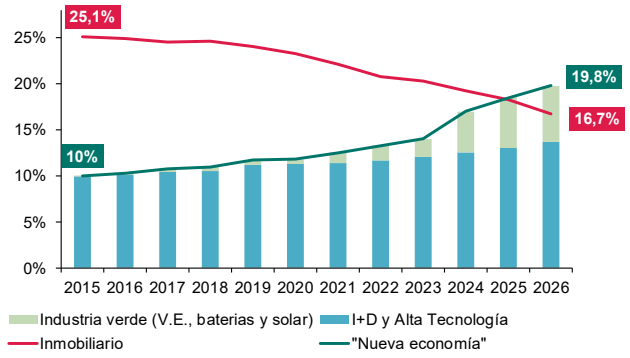
Una China a dos velocidades, trata de acelerar su transformación.

En China existe una divergencia entre dos realidades: por un lado, la denominada "nueva economía", vinculada a la inteligencia artificial, la digitalización y las industrias verdes, se ha consolidado como uno de los principales motores de crecimiento. Por otro, la "economía tradicional", que engloba sectores como el inmobiliario y las manufacturas de bajo valor añadido, continúa actuando como un lastre para la actividad. De hecho, 2026 marca un punto de inflexión: por primera vez, esta nueva economía representa alrededor del 20% del PIB, superando el peso del históricamente importante sector inmobiliario (17%).

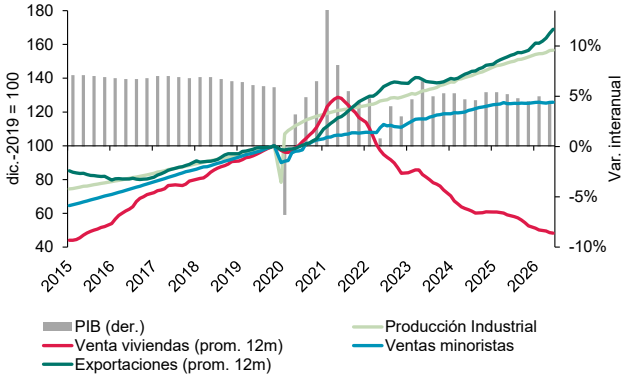
La producción vinculada a la alta tecnología crece a ritmos elevados incluso aislando el efecto de los precios, que distorsiona los valores por el fuerte incremento registrado en los segmentos tecnológicos. En agosto, la producción real de alta tecnología aumentó un +16,7% interanual, muy por encima del +5,2% registrado por la producción industrial en su conjunto. Además, en el desglose por productos presenta también avances de doble dígito, desde la fabricación de microchips (+20,6%) hasta los equipos informáticos (+17,2%).

Sin embargo, el dinamismo tecnológico todavía no es suficiente para compensar la debilidad del resto de la economía. El PIB creció un +4,3% en el segundo trimestre de 2026, situándose por debajo del objetivo oficial del +4,5% para el conjunto del año. Y es que, el mercado inmobiliario continúa inmerso en una profunda crisis. Tal y como se observa en el gráfico 11, las ventas de viviendas se mantienen cerca de un -50% por debajo de los niveles registrados en 2019, reflejo de un ajuste que sigue lastrando la confianza y la demanda interna.

10. China: peso de alta tecnología e industrias verdes en el PIB(*)



11. China: evolución indicadores de actividad y PIB



(*) Alta tecnología: equipos IT, maquinaria avanzada y tecnología médica.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

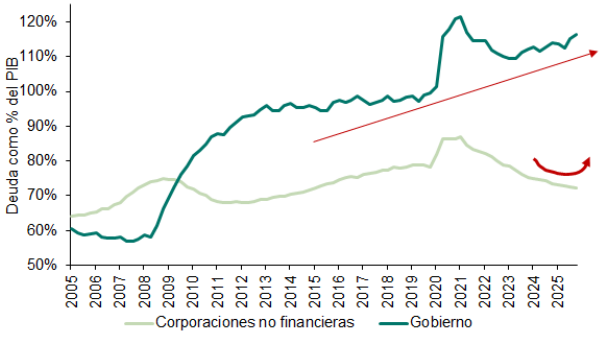
Más allá del crecimiento, la carrera por adoptar la IA provocará tensiones y grandes pugnas económicas: Estados y empresas necesitan asegurar capital y recursos.

Las cuantiosas inversiones que exige el desarrollo de la inteligencia artificial, agravadas por el encarecimiento de los chips de memoria durante el último año como consecuencia de la escasez de semiconductores, han alcanzado niveles tan elevados que ya no pueden financiarse únicamente con los beneficios generados por los propios oligopolios que sustentan a las grandes compañías tecnológicas estadounidenses. En este contexto, y tras varios años de una significativa reducción del endeudamiento empresarial, estimamos que 2026 será el primer ejercicio desde la pandemia en el que el ratio de deuda de las empresas no financieras sobre el PIB volverá a aumentar.

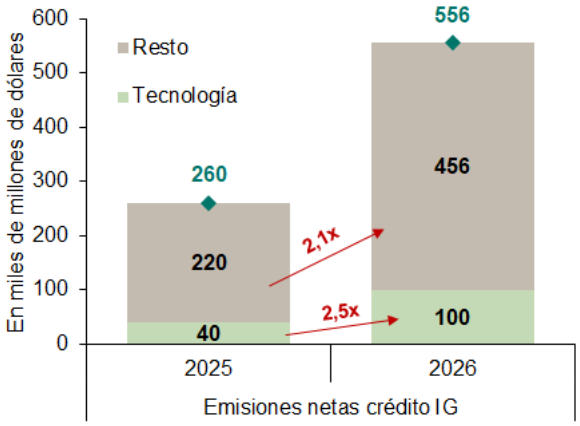
Este giro, desde nuestro punto de vista, obedece a un factor positivo: la necesidad de invertir en una innovación tecnológica que previsiblemente mejorará la productividad y, además, ocurre en un momento en el cual los balances privados están saneados –como vemos en el gráfico 12, la deuda de las empresas no financieras en porcentaje del PIB se encuentra en 72%, su menor nivel desde 2015 y unos 15 p.p. por debajo de los máximos vistos tras la pandemia–.

Sin embargo, el temor actual es que este incremento de las emisiones de deuda de las empresas (gráfico 13) coincide con unas cuentas públicas desajustadas a nivel mundial, donde este mismo ratio se acerca a niveles de 120% (máximos históricos). Los Estados han desaprovechado la década de tipos de interés bajos (entre 2010 - 2020) para tratar de rebajar su endeudamiento. La llegada de la COVID y los fuertes estímulos adoptados para apoyar la economía global durante la pandemia han desequilibrado más aún sus balances. Ahora se enfrentarán a un momento en el que los costes de financiación son más elevados y donde existirá una mayor competencia por captar el ahorro privado.

12. EE.UU.: las corporaciones se unen a la pugna por la financiación…



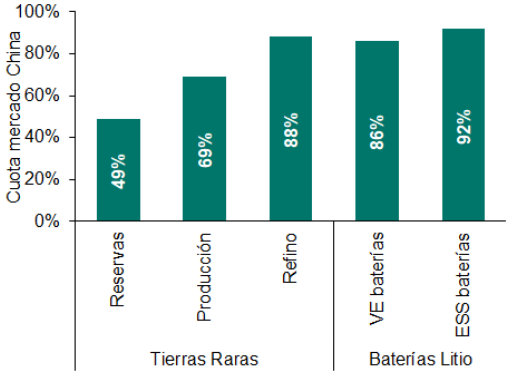
13… con la tecnología como protagonista



Fuente: BIS, Bloomberg y Banca March.

Más allá del capital, para mantener el liderazgo tecnológico, es crucial garantizar el acceso a las materias primas críticas, a los semiconductores con mayor capacidad de procesamiento y a fuentes de energía constantes. Una demanda creciente que se está enfrentando a una oferta escasa y que cada vez está más concentrada y controlada a nivel nacional.

14. China domina la producción de tierras raras y baterías



Fuente: Bloomberg y Banca March.

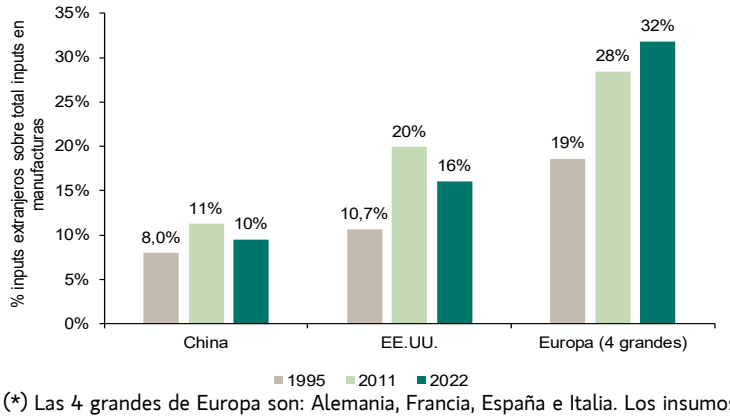
Uno de los mejores ejemplos son las tierras raras, elementos fundamentales tanto en la descarbonización como en la digitalización de la economía, al ser componentes básicos para la industria de energía renovable, para los coches eléctricos y que están también presentes en la inmensa mayoría de los aparatos electrónicos –un *smartphone* utiliza habitualmente más de 10 tierras raras diferentes–. A pesar de su importancia global en las cadenas de producción de estas nuevas industrias, lo cierto es que la oferta de este insumo está totalmente controlada por China, que aglutina prácticamente la mitad de las reservas probadas, más de dos tercios de la producción y cerca de un 90% de su refino. Frente a ello, Estados Unidos controla y lidera en semiconductores, con una cuota de más del 50% de los ingresos.

Las alianzas estratégicas se están redefiniendo y difícilmente se volverán a sustentar en una dependencia absoluta de potencias extranjeras.

Estas mayores necesidades de recursos y las dificultades de abastecimiento vividas en las cadenas de suministro globales durante la COVID han traído otra gran transformación económica: un uso creciente de políticas industriales estratégicas, especialmente a medida que los Gobiernos buscan impulsar la capacidad de fabricación nacional.

La globalización de las cadenas de suministro se ha frenado, una dinámica liderada por las medidas implementadas por las dos grandes potencias económicas: tras la pandemia, tanto en Estados Unidos como en China, el porcentaje de insumos utilizados en el sector manufacturero procedentes del exterior ha dejado de aumentar y se sitúan por debajo de los máximos vistos a comienzos de la década pasada.

15. Las cadenas de suministro no recaerán en alianzas estratégicas(*)



(*) Las 4 grandes de Europa son: Alemania, Francia, España e Italia. Los insumos procedentes del exterior incluyen los intraeuropeos.
Fuente: Banco Mundial, Bloomberg, OTAN, OCDE y Banca March.

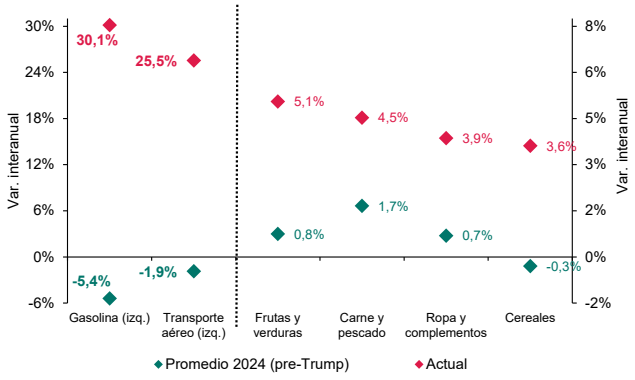
Estas políticas nacionales ganaron protagonismo en Estados Unidos ya durante la administración Biden, donde en 2022 se aprobaron estímulos como la Ley CHIPS, orientada a potenciar la fabricación de semiconductores internamente.

Por otro lado, los aranceles comenzaron también a ganar protagonismo y a partir de 2025, con el segundo mandato de Trump, se convirtieron en un elemento permanente del panorama económico: la tasa arancelaria efectiva de EE.UU. se disparó desde un 2,6% previo a la llegada de Trump hasta un máximo del 23% en abril del año pasado, para luego estabilizarse en torno al 11% actual. Además, otros países reaccionaron y no solo aplicando sus propios aranceles: China, por ejemplo, impuso controles de exportación sobre las tierras raras mostrando al mundo su capacidad de control sobre unos insumos estratégicos.

Donald Trump: dos años de desengaños

Uno de los principales factores que explica la pérdida de apoyo electoral de la Administración estadounidense en los últimos meses ha sido el creciente malestar económico. La guerra en Irán ha impulsado el coste de los combustibles: la gasolina se encuentra un +44% por encima del año pasado, mientras que el diésel alcanzó recientemente máximos históricos. Otra de las consecuencias directas del conflicto consiste en el repunte de los tipos hipotecarios: se ha revertido parte de la bajada acumulada durante 2025 y, desde finales de febrero, el tipo de las hipotecas a 30 años ha aumentado en casi +1 p.p., hasta situarse por encima del 7%.

16. El bolsillo del votante sufre por la guerra y los aranceles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Asimismo, determinadas categorías esenciales de la cesta del consumidor están experimentando incrementos significativos de precios respecto al periodo previo a la llegada de Trump a la presidencia. Entre ellas, el componente de ropa y complementos presenta aumentos en el IPC del +3,9%, asociados a los aranceles.

En el caso de algunos alimentos, responden a la combinación de diversos factores: condiciones meteorológicas adversas que han reducido la oferta de determinados productos agrícolas, barreras arancelarias que posteriormente tuvieron que flexibilizarse para contener las presiones inflacionistas, así como el aumento de los costes energéticos y de transporte.

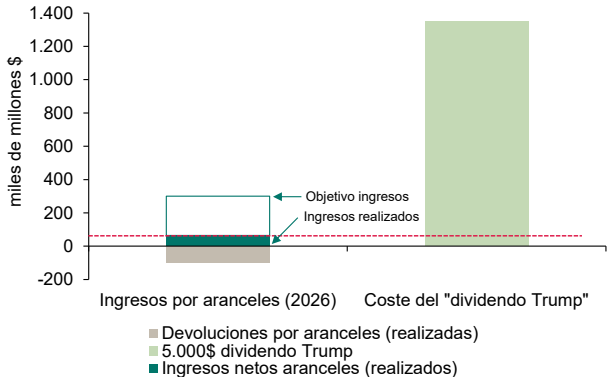
Trump, consciente del deterioro del poder adquisitivo de los hogares y a las puertas de las elecciones, ha recurrido incluso a prometer una propuesta imposible: conceder un pago de 5.000 $ a todos los

adultos estadounidenses si su partido logra mantener el control de ambas cámaras. El coste de una medida de esta magnitud superaría los 1,3 billones de dólares –cantidad equivalente al 3,4% de la deuda federal estadounidense que ronda los 40 billones de dólares–, al aplicarse a una población adulta cercana a los 270 millones de personas.

Además, no existe financiación para una iniciativa de semejante envergadura, especialmente si se tiene en cuenta que el prometido saneamiento de las cuentas públicas no se ha materializado. En 2025, el déficit se redujo en seis décimas, aunque permaneció en niveles elevados y muy alejado del 5% que se habría alcanzado de haberse efectuado los recortes prometidos por el DOGE. Para 2026, las previsiones apuntan a un déficit superior al 8%, incluso más elevado que el heredado por la actual Administración.

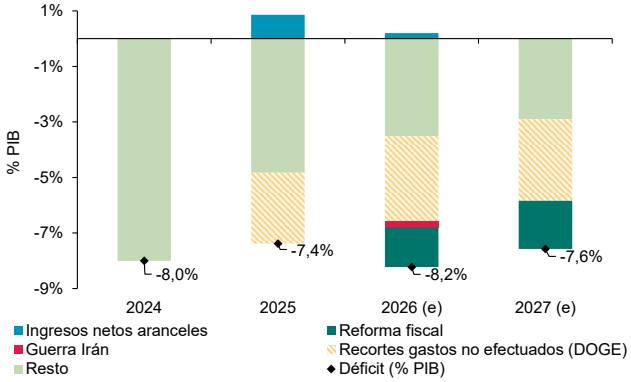
Los ingresos por aranceles están siendo inferiores a lo previsto después de que el Tribunal Supremo de Estados Unidos invalidara los denominados "aranceles recíprocos", obligando a la Administración a devolver 166.000 M$, de los cuales ya se han reembolsado cerca de 100.000 M$. Como resultado, la recaudación arancelaria neta en lo que va de año ronda apenas un 22% del objetivo establecido. A ello hay que sumarle factores como el coste presupuestario asociado al conflicto con Irán, el estímulo fiscal derivado de la Big Beautiful Bill, y los limitados resultados obtenidos por el ya disuelto Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE).

17. Ingresos por aranceles y "dividendo Trump"



Fuente: US Treasury, US Census y Banca March.

18. EE.UU.: déficit público sobre PIB



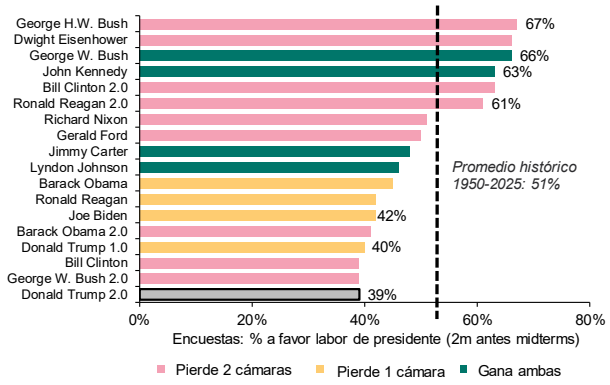
Fuente: O.E., Bloomberg y Banca March.

Los bajos niveles de popularidad de Trump apuntan a que en las elecciones legislativas perderá control en el Congreso de al menos una de las cámaras.

El próximo 3 de noviembre se renovarán las dos cámaras del Congreso de Estados Unidos –Cámara de Representantes y Senado– una cita electoral clave porque determinará hasta qué punto la Administración Trump podrá seguir impulsando su agenda durante los dos años restantes de mandato.

Trump afronta los comicios con los menores índices de aprobación desde la Segunda Guerra Mundial en unas votaciones en las que es intrínsecamente poco habitual que el partido del presidente conserve el control de ambas cámaras –tan solo ha sucedido en 4 de las 19 ocasiones–.

19. Popularidad de cada presidente a dos meses de las elecciones legislativas (desde 1950)



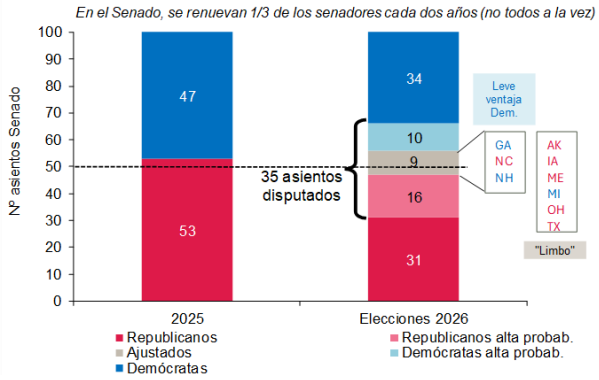
Fuente: Gallup, RealClearPolitics, Bloomberg y Banca March.

Todo apunta a que la Cámara de Representantes será el principal foco de desgaste para los

republicanos. En las *midterm* de su anterior mandato (2018), el partido perdió esta cámara sufriendo una contundente derrota. En esta ocasión, las perspectivas tampoco son favorables: las casas de apuestas apenas otorgan un 14% de probabilidad a que los republicanos consigan retener su control.

El panorama es más incierto en el Senado, en el que tan solo se renueva un tercio de los senadores. Para que el partido demócrata pasase a hacerse con su control, necesitaría mantener tres escaños actualmente demócratas –Georgia, New Hampshire y Michigan– y, además, lograr un cambio de signo en cuatro de los seis estados republicanos donde las encuestas reflejan una contienda más ajustada.

20. Senado: distribución de los escaños según intención de voto



Fuente: CPR, 270towin y Banca March.

Una potencial derrota electoral de Trump no terminaría necesariamente con la intervención en Irán.

Para explicar esta cuestión, conviene diferenciar entre poner fin al conflicto mediante una votación explícita y hacerlo a través de restricciones presupuestarias.

En el primer caso, aunque tras las elecciones de mitad de mandato los demócratas obtuvieran mayoría en ambas cámaras, una resolución destinada a poner fin a las hostilidades podría ser vetada por Trump en su condición de presidente. Para revertir ese veto presidencial no basta con una mayoría simple, sino que sería necesario reunir una mayoría de dos tercios tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado, un umbral demasiado exigente.

Por ello, la herramienta restante consistiría en el control del presupuesto. Si los demócratas lograran hacerse con al menos una de las dos cámaras, los republicanos dejarían de tener vía libre para aprobar nuevas partidas de gasto destinadas a prolongar el esfuerzo militar. La cuestión clave radica en el paquete de 73.000 M$ dedicados a gasto militar, actualmente en tramitación, que podría quedar aprobado antes de que el nuevo Congreso tome posesión en enero de 2027. Tomando la estimación del CBO, el coste de la guerra hasta julio ha sido de 38.000 M$ a los que habría que añadir entre 2.000 y 3.000 M$ mensuales mientras continúen las operaciones. De ser así, la financiación quedaría garantizada durante un año adicional con independencia del resultado en las elecciones.

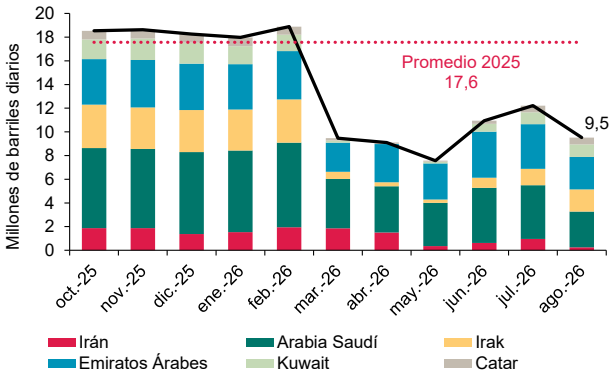
Irán: se cronifica el conflicto, si bien el flujo de petróleo está lejos de colapsar.

Desde el verano, el conflicto ha estado marcado por un vaivén de hostilidades y escasa visibilidad sobre la posibilidad de alcanzar un acuerdo. Aunque las declaraciones de Trump ante la ONU apuntan a una reanudación de las negociaciones, paralizadas desde junio, seguimos considerando poco probable una resolución próxima. Las elecciones legislativas estadounidenses se acercan y, desde la perspectiva iraní, existe un claro incentivo para retrasar cualquier entendimiento hasta después de los comicios con el fin de aumentar el descontento político hacia la Administración estadounidense.

Esto conduce a una cuestión clave: ¿el estrecho de Ormuz está cerrado? La realidad es que está circulando más petróleo del que sugieren los titulares y los datos de tránsito de buques. Un ejemplo muy ilustrativo es la situación de Kuwait y Catar que, a pesar de depender por completo del estrecho, siguen exportando alrededor del 70% de sus niveles promedio de 2025.

El caso de Irán es diferente. Desde agosto, EE.UU. ha endurecido significativamente el bloqueo contra el país persa, que actualmente presenta apenas un 14% de lo habitual.

21. Golfo Pérsico: exportaciones mensuales de crudo por países



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Y si analizamos el conjunto de los países del Golfo Pérsico, las exportaciones de crudo se sitúan entre el 50% y el 60% de los niveles previos al conflicto. Es decir, no nos encontramos ante una interrupción total del suministro, como podría interpretarse al observar únicamente los datos de tráfico marítimo. Los buques están navegando en convoyes, durante la noche, con los transpondedores apagados y escoltados por la Marina estadounidense. Por todo ello, no anticipamos una resolución inmediata del conflicto, pero tampoco compartimos un escenario catastrofista en los mercados de petróleo.

22. La construcción alternativa al estrecho de Ormuz llevará tiempo

Fuente: IEA, Reuters y Banca March.

Bajo este telón de fondo, los productores de la región han comenzado a impulsar proyectos para diversificar sus rutas de exportación y reducir su dependencia del estrecho de Ormuz. Por ejemplo, Irak reabrió en agosto un oleoducto que conecta con Turquía y, además, ha alcanzado un acuerdo con Siria para reactivar otro conducto que podría entrar en funcionamiento dentro de cuatro años. En conjunto, ambas infraestructuras podrían canalizar cerca del 80% de las exportaciones iraquíes de crudo.

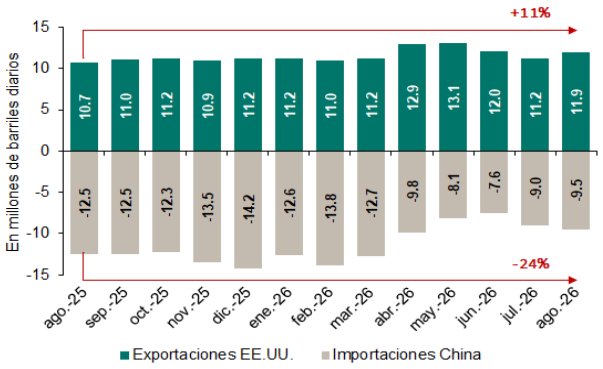
En el caso de Emiratos Árabes prevé poner en marcha en 2027 un nuevo oleoducto con capacidad para transportar un equivalente al 41% de sus exportaciones de crudo. Arabia Saudí, por su parte, estudia ampliar en otros 2 mbd la capacidad de su oleoducto, aunque por el momento no ha fijado un calendario para su ejecución.

EE.UU. y China: aliados frente a la escasez de petróleo.

Las dos principales potencias también han contribuido a amortiguar buena parte del *shock* energético recurriendo a sus reservas estratégicas. Sin embargo, su capacidad para seguir conteniendo el precio de la energía dista de ser ilimitada y depende de que ambos países mantengan este esfuerzo de forma simultánea.

Desde el inicio del conflicto, Estados Unidos ha incrementado sus exportaciones de petróleo en 1,3 mbd respecto a la media de 2025, lo que ha supuesto la liberación de cerca de 125 millones de barriles de sus reservas estratégicas, equivalentes a alrededor del 30% del total. Por su parte, China ha reducido sus importaciones en un -24% –unos 3 mbd–, también a costa de sus inventarios estratégicos. Dicho esto, las existencias chinas continúan situándose en niveles relativamente elevados, con estimaciones privadas que apuntan a un volumen próximo a los 1.100 - 1.200 millones de barriles.

23. Exportaciones petróleo EE.UU. vs. importaciones petróleo China

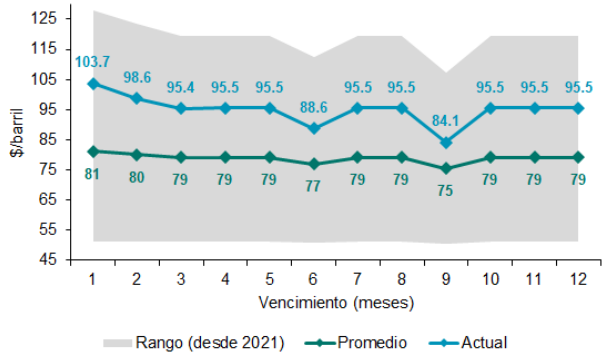


Fuente: Bloomberg y Banca March.

La perpetuación del conflicto exige una "prima de guerra" para el crudo. Anticipamos un rango entre los 90 – 95 $/barril hasta finales de año y un precio promedio de 85 $/barril en 2027.

Las tensiones en Oriente Medio seguirán condicionando la evolución del mercado petrolero mientras persista el actual déficit de oferta.

24. Brent: curva de futuros



Fuente: Bloomberg y Banca March.

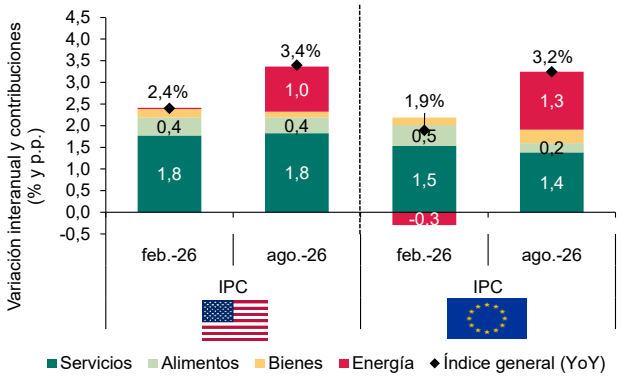
De cara a los próximos trimestres, esperamos una normalización gradual del mercado. Sin embargo, la prolongación del conflicto seguirá exigiendo una "prima de guerra" sobre el precio del barril, que consideramos será sensiblemente inferior a la observada durante los episodios de máxima tensión. Bajo el supuesto de una mejora progresiva de los flujos energéticos que atraviesan el estrecho de Ormuz, proyectamos un Brent moviéndose en un rango de 90 – 95 $/barril para lo que resta de 2026 y un precio medio de 85 $/barril en 2027.

Inflación: arduo camino hacia la normalización.

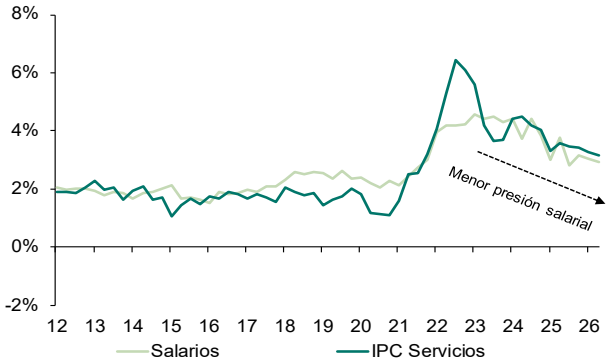
El recrudecimiento de las hostilidades entre Estados Unidos e Irán ha vuelto a elevar el precio del petróleo, que desde los 70 $ registrados en julio para el barril de Brent, se sitúa ahora en el entorno de los 100 $. Este nuevo incremento de los costes de la energía durante el verano ha tensionado nuevamente la inflación y aplaza las perspectivas de normalización.

Si comparamos el último dato con respecto al IPC previo al conflicto, se puede observar cómo el componente energético explica por sí solo la práctica totalidad del aumento de la inflación en Estados Unidos. En la zona euro el efecto es aún más intenso y en febrero la energía retiraba décimas a la inflación de la zona euro y actualmente explica un +1,3 p.p. del total del IPC (gráfico 25).

25. IPC: la energía explica la totalidad del repunte



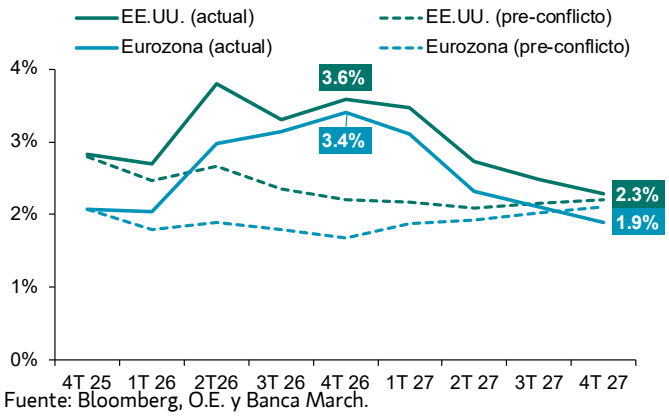
26. Efectos de segunda ronda contenidos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Ahora bien, más allá de la energía, la contribución del sector servicios se mantiene contenida y se concentra en partidas específicas, como el transporte aéreo, más que en una aceleración generalizada. Además, a diferencia de lo ocurrido en 2022, el crecimiento de los salarios continúa moderándose e incluso se sitúa por debajo de la inflación de los servicios, lo que sugiere que los efectos de segunda ronda permanecen contenidos (gráfico 26).

27. Previsiones de inflación (BM)



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

Con unos precios de la energía que permanecerán tensionados en el corto plazo, consideramos que la inflación se mantendrá más alta durante más tiempo: nuestros estudios de sensibilidad apuntan a que, por cada 10 $ de subida del precio del crudo, el IPC se eleva en promedio +0,3 p.p. en Estados Unidos y +0,4 p.p. en la zona euro.

Con ello, la escalada de los costes energéticos del verano nos lleva a pensar que la inflación cerrará 2026 en niveles cercanos al 3,5% a ambos lados del Atlántico.

Sin embargo, más importante es que la subida de los precios de la energía no se está trasladando de forma acelerada a mayores presiones salariales y, por ende, los precios de los servicios siguen moderándose. Desde nuestro punto de vista, a partir del 2T del próximo año, cuando el efecto base de comparación del precio del crudo se vaya diluyendo, la inflación debería retornar a una senda de normalización. Para el conjunto de 2027 anticipamos un crecimiento promedio del IPC del +2,6% en la zona euro, pero más importante, con una tendencia de paulatina normalización que permitiría cerrar en niveles cercanos a los objetivos de las autoridades monetarias.

BANCOS CENTRALES

Con el objetivo de preservar la credibilidad, los principales bancos centrales han endurecido la política monetaria. Sin embargo, los tipos de interés ofrecen una capacidad limitada para corregir un *shock* energético como el actual.

En apenas dos semanas, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón han elevado los tipos de interés, mientras que el Banco de Inglaterra ha sido la única gran institución que ha optado por mantenerlos sin cambios.

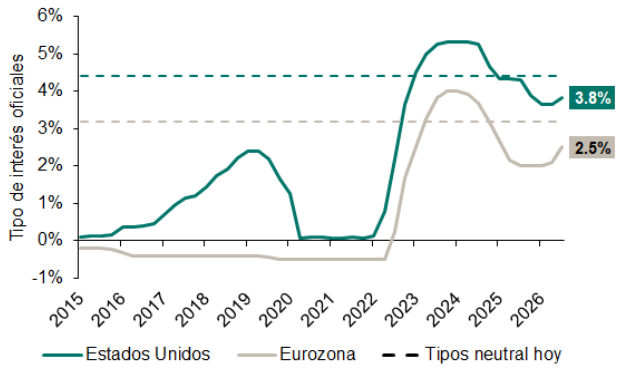
Pese a que cada economía presenta particularidades propias, todas las decisiones responden a un mismo objetivo: evitar que el encarecimiento de la energía se traslade de forma permanente al resto de la economía y termine desanclando las expectativas de inflación. Con las negociaciones en Oriente Medio estancadas y el petróleo estabilizado en torno a los 100 $/barril, la preservación de la credibilidad se ha convertido en la principal prioridad de los bancos centrales.

En la zona euro, consideramos razonable una nueva subida de tipos en los próximos meses, aunque creemos que el mercado está descontando un grado de endurecimiento excesivo.

Por segunda vez desde que estalló el conflicto en el estrecho de Ormuz, el BCE elevó los tipos en +25 p.b. hasta el 2,5%, una decisión que Christine Lagarde definió como "obvia" y que contó con el respaldo unánime del Consejo de Gobierno. A pesar de que, por ahora, la institución no identifica señales claras de efectos de segunda ronda ni de una espiral salarial, la presidenta dejó claro que esta valoración podría modificarse si el conflicto se prolonga y las tensiones energéticas persisten.

Desde nuestro punto de vista, una nueva subida de tipos resulta compatible con el escenario actual, pero las cerca de cuatro alzas adicionales que descuenta la curva de futuros parecen difíciles de justificar. De materializarse este escenario, el tipo de depósito se situaría en el 3,4%, por encima del tipo neutral –aquel que ni estimula ni restringe la actividad económica y que actualmente se estima en torno al 3,1%–, lo que supondría un lastre adicional para una economía atrapada en un crecimiento ya anémico.

28. Tipo de interés oficial vs. neutral



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Además, parte del trabajo ya lo está haciendo el propio mercado a través del repunte de las Tires soberanas, que en algunos casos se sitúan en máximos de más de varias décadas. Más importante aún, la evidencia sigue siendo limitada en cuanto a la aparición de presiones inflacionistas persistentes derivadas del *shock* energético.

En Estados Unidos, la situación en Oriente Medio nos lleva a contemplar una nueva subida de tipos por parte de la Reserva Federal en los próximos meses. Al igual que ocurre en la zona euro, consideramos que las curvas de tipos descuentan un escenario demasiado restrictivo.

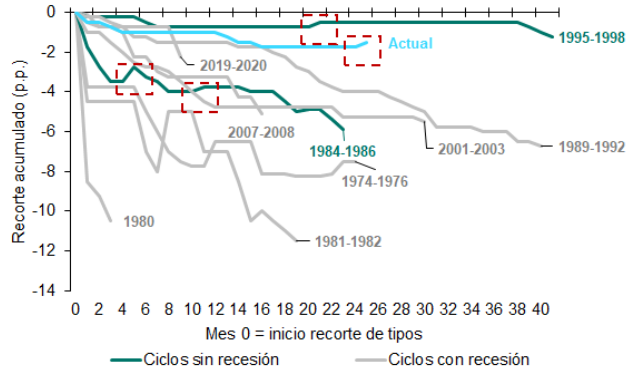
La semana pasada, la Reserva Federal aprobó por unanimidad una subida de +25 p.b., situando el rango objetivo entre el 3,75% y el 4,0%. Más allá de una decisión ampliamente anticipada por los inversores, el foco se desplazó hacia los argumentos expuestos por Kevin Warsh durante la rueda de prensa posterior. El presidente de la Fed justificó la medida en tres elementos principales: la fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral, una moderación insuficiente de la inflación durante el verano y el deterioro del entorno geopolítico, al que también atribuyó parte del reciente repunte de las rentabilidades exigidas a la deuda pública de largo plazo.

Es precisamente esa persistencia de las tensiones en Oriente Medio lo que ha modificado nuestra valoración en las últimas semanas. El bloqueo de las negociaciones entre Estados Unidos e Irán, unido a las interrupciones registradas en el suministro de crudo procedente de Arabia Saudí, incrementa el riesgo de que el *shock* energético termine trasladándose de forma más persistente al resto de componentes de la inflación. Por ello, nuestro escenario central incorpora ahora una nueva subida de tipos en los próximos meses, aunque seguimos viendo excesivo el ajuste que descuentan los mercados, con hasta tres incrementos adicionales del precio del dinero para los próximos doce meses.

Los nuevos incrementos de tipos en Estados Unidos responderán a una lógica preventiva en medio de un ciclo que sigue traccionando.

Más allá de la necesidad de preservar la credibilidad –especialmente la de Kevin Warsh en medio de la presión política ejercida por Trump–, interpretamos esta subida y las posibles subidas posteriores como una actuación de carácter preventivo, y no como el inicio de un nuevo ciclo de endurecimiento monetario.

29. Tipos interés Fed: recortes tras alcanzar su pico



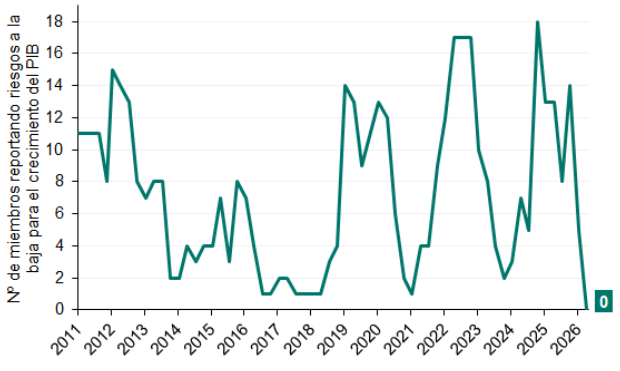
Fuente: Bloomberg y Banca March.

La evidencia histórica respalda esta interpretación. Si definimos como preventivos aquellos episodios en los que la Reserva Federal acometió tres subidas de tipos consecutivas o menos en medio de un proceso de relajación monetaria, únicamente se han registrado tres casos desde 1980. Mientras que el episodio de 1982 coincidió con una recesión, los ciclos iniciados en 1984 y 1995 se desarrollaron en un contexto de aterrizaje suave y no derivaron en una contracción de la actividad. En consecuencia, la historia sugiere que un endurecimiento preventivo no tiene por qué traducirse en un deterioro significativo del ciclo económico.

En esta misma línea, el mensaje transmitido por el diagrama de puntos (*dot-plot*) refuerza nuestra tesis de que cualquier ajuste adicional sería limitado y respondería a una lógica fundamentalmente preventiva. En un ejercicio en el que Kevin Warsh volvió a abstenerse de participar, 16 de los 18 miembros incluidos en el *dot-plot* –de los cuales únicamente 11 cuentan con derecho a voto– anticipan una subida adicional para lo que resta de año. De materializarse este escenario, la mediana de las previsiones apunta a unos tipos estables durante 2027 y a un posterior proceso de bajadas a partir de 2028.

Los indicadores cualitativos de las proyecciones de la Fed transmiten un mensaje similar. Por primera vez desde 2011, año en el que el organismo incorporó a sus previsiones los indicadores de incertidumbre y balance de riesgos, ningún miembro del comité identifica riesgos a la baja para el crecimiento económico estadounidense. Del mismo modo, ningún participante considera que exista un riesgo significativo de deterioro del mercado laboral, una señal que refuerza la percepción de que la economía mantiene una capacidad de resistencia notable pese al endurecimiento de las condiciones financieras.

30. Fed: nº de miembros del FOMC reportando riesgos a la baja para el crecimiento del PIB



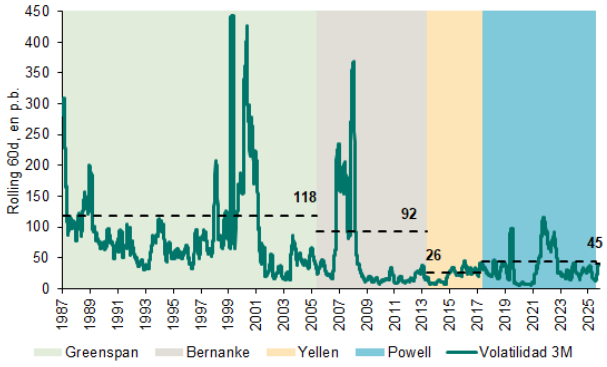
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Con Kevin Warsh el sigiloso, la Fed ha entrado en una nueva era. Nos encaminamos hacia un entorno cada vez menos transparente y de mayor volatilidad en los tipos de interés.

Desde su nombramiento, Warsh ha impulsado una estrategia de comunicación escueta, basada en la premisa de que los mercados deben interpretar la política monetaria a partir de los datos económicos y no de las proyecciones de la propia Fed. Su apuesta por reducir el peso del *forward guidance* se ha reflejado tanto en la extensión de los comunicados oficiales como en el formato de las ruedas de prensa. En la reunión de septiembre, el comunicado apenas alcanzó las 130 palabras, un 70% menos que los publicados durante la etapa de Powell, mientras que las conferencias de prensa se redujeron desde cerca de 50 minutos hasta menos de 30, un recorte próximo al 45%. Asimismo, Warsh ha decidido no participar en el *dot-plot*, ejercicio en el que los miembros de la Reserva Federal plasman sus expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés.

Históricamente, este tipo de regímenes de comunicación ha estado asociado a una mayor variabilidad de los tipos de interés a corto plazo. La volatilidad media anualizada de las rentabilidades a tres meses alcanzó los 118 p.b. durante el mandato de Greenspan, frente a 92 p.b. bajo Bernanke –un periodo condicionado en parte por la crisis financiera–, 26 p.b. con Yellen y 45 p.b. durante la etapa de Powell. Si Warsh consolida un enfoque más próximo al de Greenspan, los mercados podrían regresar a un entorno en el que la parte corta de la curva reaccione con mayor intensidad a cada referencia macroeconómica y a cada sorpresa inflacionista, elevando la incertidumbre sobre la trayectoria de la política monetaria.

31. Volatilidad tipos a 3 meses (anualizada)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

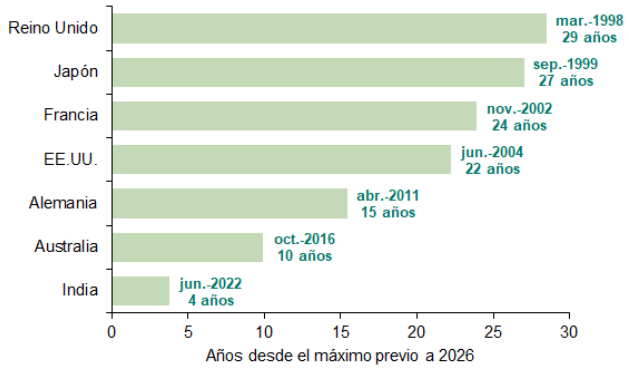
RENTA FIJA

A pesar de las recientes correcciones, el entorno sigue siendo resbaladizo. Desde nuestro punto de vista, todavía es prematuro aumentar la exposición al activo.

Aunque los mercados de renta fija global han sufrido una intensa presión vendedora que ha llevado las rentabilidades a máximos de varias décadas, creemos que el ajuste podría prolongarse hasta que no se aborden los desequilibrios estructurales que lo están provocando, particularmente en el ámbito fiscal.

Los ejemplos recientes son ilustrativos. La rentabilidad exigida a los bonos soberanos a 30 años ha alcanzado niveles no vistos en décadas: el Gilt británico se sitúa en máximos desde 1998, el Treasury estadounidense ha superado el 5,4% por primera vez desde 2005 y el Bund alemán ha alcanzado el 3,5%, rebasando incluso los niveles observados tras la invasión de Ucrania. Sin embargo, las pérdidas acumuladas siguen siendo relativamente contenidas si se comparan con las registradas en episodios anteriores. El índice global de deuda soberana apenas ha llegado a corregir algo más de un -4,3% en el año, frente al -6,4% de 2024, el -9,2% de 2023 o el desplome del -23,4% registrado en 2022.

32. Tipos a 30 años por regiones: lapso desde un nivel superior al máximo de 2026



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Nuestro principal foco de preocupación continúa siendo el deterioro fiscal, un fenómeno para el que no se vislumbra una solución próxima, especialmente en un contexto marcado por los procesos electorales.

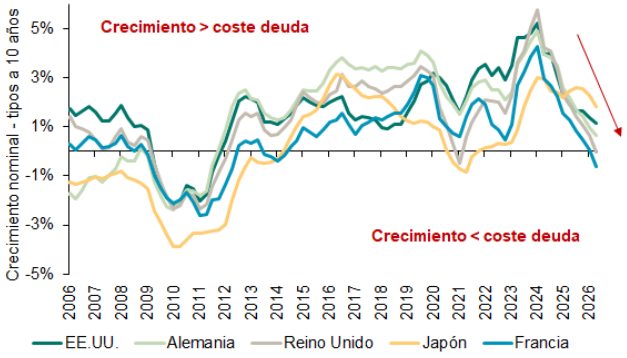
Desde la pandemia, las cuentas públicas de las economías desarrolladas han seguido deteriorándose, en claro contraste con un sector corporativo que ha aprovechado los últimos años para reducir su apalancamiento. Economías como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Francia o Italia ya presentan niveles de deuda superiores al 100% del PIB y mantienen déficits que no se corregirán en el corto plazo.

La dinámica de la deuda también comienza a mostrar signos de mayor fragilidad, siendo el caso estadounidense uno de los más significativos. Durante los últimos años, el gasto en intereses se ha convertido en una auténtica bola de nieve hasta situarse como la tercera partida presupuestaria más importante, únicamente por detrás de la Seguridad Social y Medicare. En lo que va del ejercicio fiscal 2026, Estados Unidos ha destinado 931.000 M$ al pago de intereses, superando por primera vez al gasto en defensa nacional, que asciende a 804.000 M$. En consecuencia, los intereses ya representan el 14,6% del gasto total, frente al 8,7% de media de la última década, y absorben el 19,7% de los ingresos públicos.

Todo ello está intensificando las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública, especialmente en economías que afrontan citas electorales relevantes en los próximos meses, como Estados Unidos o Francia, donde los incentivos para la consolidación fiscal suelen reducirse a medida que se acercan los comicios. Al fin y al cabo, la sostenibilidad de la deuda depende en gran medida de que la tasa de crecimiento nominal de la economía supere el coste medio de financiación. Cuando el PIB nominal crece por encima de los tipos de interés, el peso de la deuda tiende a diluirse con el paso del tiempo; cuando sucede lo contrario, la carga financiera aumenta y la dinámica de endeudamiento se vuelve progresivamente más vulnerable.

Esta pérdida de sostenibilidad ya no es un problema aislado. Al comparar el crecimiento nominal de las principales economías desarrolladas con los rendimientos de sus bonos a 10 años, utilizados como aproximación al coste de financiación, se observa un deterioro ampliamente generalizado. No obstante, los casos más delicados son Reino Unido, donde el crecimiento nominal avanza a un ritmo similar al de la Tir del bono a 10 años, y Francia, donde el coste de financiación ya supera al crecimiento económico.

33. Crecimiento nominal vs. tipos a 10 años por regiones(*)



(*) Para el crecimiento nominal se considera el promedio de los últimos 3 años.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En definitiva, el ajuste de precios que estamos observando refleja en gran medida el deterioro fiscal de estas economías y una dinámica de deuda cada vez más exigente. Sin embargo, no apreciamos señales de una crisis soberana en el corto plazo, sino de un ajuste de precios en el que los inversores exigen una mayor compensación para financiar déficits persistentemente elevados.

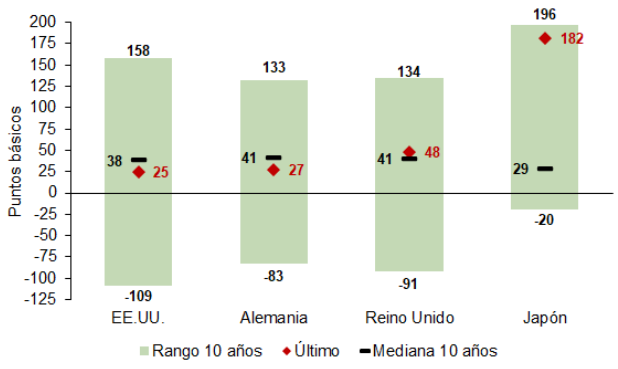
La duración sigue sin ofrecer una compensación suficiente, pese a los esfuerzos del Tesoro estadounidense por contener el incremento de los tipos de interés en los plazos largos.

A los estructurales desequilibrios fiscales se sumó, además, el conflicto en Oriente Medio y el consiguiente repunte de los precios de la energía. Sin embargo, dado que este *shock* inflacionista se percibe como transitorio, el ajuste de mercado se ha concentrado principalmente en los tramos cortos de las curvas. En Alemania, por ejemplo, la Tir a 10 años ha aumentado +96 p.b. desde finales de febrero, frente a una subida de +131 p.b. en la referencia a dos años.

Como resultado, la pendiente entre los bonos a 10 y 2 años ronda los 30 p.b. tanto en Alemania como en Estados Unidos, prácticamente en línea con su mediana histórica. En otras palabras, la compensación adicional que ofrecen los vencimientos más largos apenas resulta suficiente para justificar los riesgos asociados a un entorno de déficits persistentes, endeudamiento creciente y elevada oferta de deuda soberana.

Japón constituye el ejemplo más extremo. Tras décadas de tipos ultrabajos y control de la curva por parte de su banco central, la retirada gradual de estos estímulos, junto con las presiones inflacionistas y las dudas sobre la situación fiscal, ha impulsado la Tir del bono a 10 años cerca de +90 p.b. hasta el entorno del 3%, niveles no vistos desde 1996. Como consecuencia, la pendiente entre los tramos a 10 y 2 años se ha ampliado hasta 182 p.b., 6,5x por encima de su mediana histórica.

34. Pendiente 10-2 años: evolución histórica por regiones



Fuente: Bloomberg y Banca March.

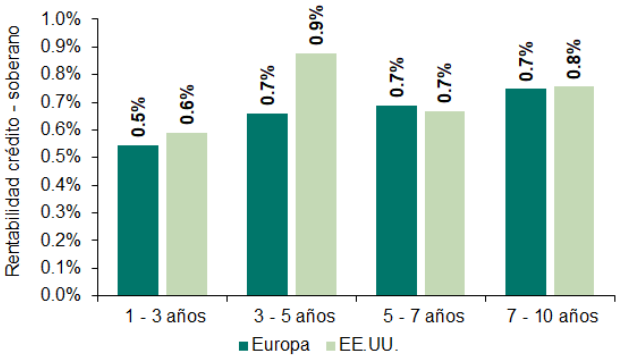
En este contexto, la limitada remuneración adicional que ofrecen los vencimientos largos refleja una creciente resistencia de los inversores a asumir riesgo de duración. En Estados Unidos, esta situación ha llevado al secretario del Tesoro, Scott Bessent, a intensificar sus esfuerzos para contener lo que describió como una auténtica "fiebre" en los costes de financiación a largo plazo. Primero amplió el programa de recompras de deuda, triplicando los límites previos, y posteriormente planteó la posibilidad de utilizar la Treasury General Account (TGA), dotada con 991.700 M$, para financiar nuevas compras de bonos. Sin embargo, estas iniciativas no han logrado frenar el repunte de las Tires y han terminado aumentando la incertidumbre en un mercado cada vez más preocupado por la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Mantenemos nuestra preferencia por los tramos intermedios de la curva –entre uno y tres años– y particularmente por el crédito corporativo de alta calidad, aunque el potencial de rentabilidad es cada vez más limitado.

Los bonos de grado de inversión (IG) continúan ofreciendo una alternativa más atractiva que la deuda soberana gracias a su mayor *carry* y a unos niveles de apalancamiento contenidos. Esta estrategia ha resultado acertada tanto en Estados Unidos como en Europa, donde el crédito de calidad ha superado a la deuda pública en prácticamente todos los plazos, con especial fortaleza en los vencimientos comprendidos entre tres y cinco años.

No obstante, el atractivo relativo procede principalmente del *carry* y de la estabilidad de los diferenciales. En términos absolutos, los resultados siguen siendo discretos y la duración continúa penalizando las rentabilidades. En el segmento europeo de uno a tres años, la rentabilidad acumulada en el año apenas alcanza el +0,3%, después de que la duración haya restado cerca de -2 p.p. En el tramo de siete a diez años, la corrección se sitúa en el -2,4%, con una contribución negativa de la duración de -5,1 p.p.

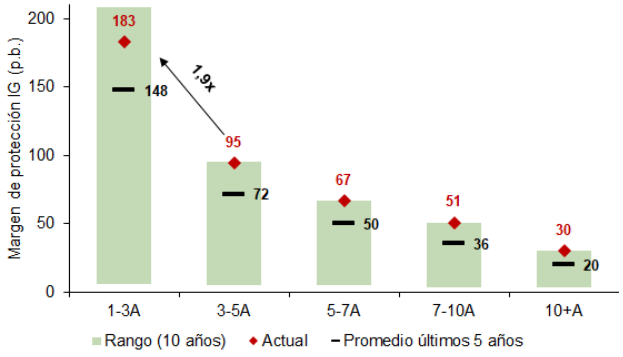
35. Crédito IG vs. soberano: exceso de rentabilidad por tramos de duración



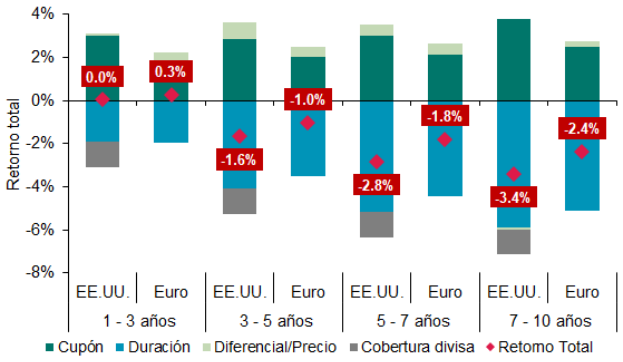
Fuente: Bloomberg y Banca March.

De cara a los próximos meses seguimos favoreciendo los vencimientos en torno a dos o tres años. Además de mantener el *carry* como principal fuente de rentabilidad, estos segmentos ofrecen un margen de protección especialmente atractivo. Actualmente, las Tires tendrían que aumentar alrededor de +183 p.b. para que comenzaran a generar pérdidas, una cifra superior a la media histórica de 148 p.b. y prácticamente el doble de la

36. Crédito IG global: margen de protección por tramos de duración(*)



37. Crédito IG: rentabilidad por tramos de duración



(*) Margen de protección: cuánto tendría que subir la Tir de un bono para empezar a perder dinero.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

protección disponible en plazos más largos.

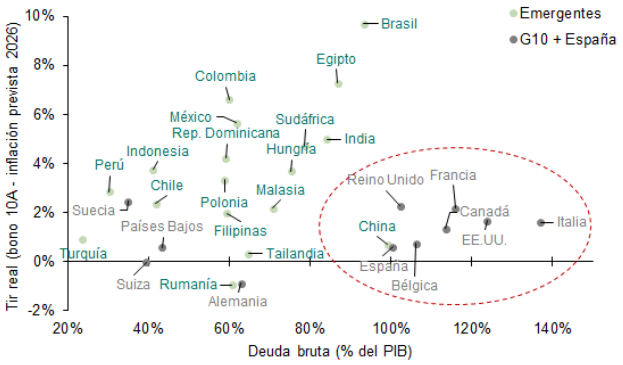
Con todo, estimamos una rentabilidad del +4,2% para el crédito IG denominado en euros en los próximos doce meses, similar a la prevista para la deuda soberana europea, pero con una duración significativamente inferior (4,5 años frente a 7,5 años). De esta manera, el segmento continúa ofreciendo una rentabilidad real positiva atractiva frente a los activos monetarios. Aun así, con unos diferenciales próximos a mínimos históricos, la mayor parte del recorrido ya se ha materializado y el potencial adicional es cada vez más reducido.

En un contexto de diferenciales estrechos y de fortaleza del dólar, la deuda emergente vuelve a ganar atractivo.

Consideramos oportuno complementar la exposición al crédito de calidad con segmentos capaces de ofrecer una remuneración superior. En este sentido, la deuda emergente vuelve a destacar, especialmente en moneda local.

A diferencia de la mayoría de las economías desarrolladas, y con la excepción de China, los mercados emergentes han mostrado una disciplina fiscal relativamente elevada durante los últimos años. Mientras que la deuda pública ronda el 69% del PIB, en las economías avanzadas supera ya el 109%. Además, las rentabilidades reales continúan siendo especialmente atractivas: Brasil ofrece cerca del 9,7%, México el 5,7% e India el 5%, frente al 1,2% de media de los países del G10.

38. Emergentes en moneda local vs. desarrollados: deuda bruta como % del PIB y Tir real



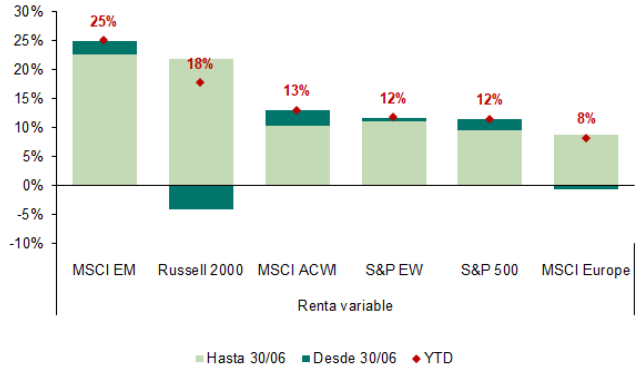
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por último, la reciente fortaleza del dólar constituye un argumento adicional a favor de esta clase de activo. Históricamente, cuando la divisa estadounidense ha cotizado por encima de su valor teórico estimado mediante paridad de poder adquisitivo, la deuda emergente en moneda local ha tendido a mostrar un mejor comportamiento relativo. Esto se debe a que una eventual depreciación del dólar suele venir acompañada de una apreciación de las divisas emergentes, lo que no solo genera una fuente adicional de rentabilidad para el inversor, sino que también mejora la capacidad de repago de aquellas economías con deuda denominada en dólares.

RENTA VARIABLE

Un segundo semestre de consolidación y giro en las tendencias de principios de año.

39. Consolidación de los buenos retornos de la primera mitad de año



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las bolsas globales mantienen un comportamiento positivo en el segundo semestre del año, aunque con rentabilidades más moderadas que en los primeros seis meses. A nivel regional, siguen sobresaliendo los mercados emergentes, donde el dinamismo del sector de los semiconductores se ha recuperado tras un verano más volátil.

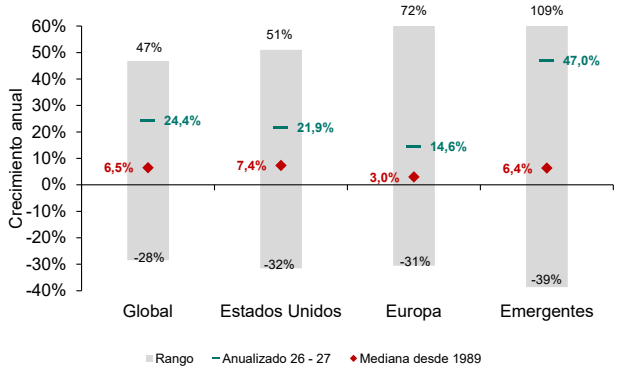
Por sectores, destaca la recuperación del software dentro del ámbito tecnológico, con un avance del +22,7% durante el trimestre actual. Se han disipado los temores más inmediatos y el mercado comienza a reflejar que la inteligencia artificial, por ahora, actúa principalmente como un catalizador de uso para determinados segmentos.

En la misma línea, sorprendió el cambio de tendencia en el sector sanitario. Los avances en las vacunas contra el melanoma desarrolladas por Moderna y Merck impulsaron a las compañías de salud, permitiendo que el sector registrara una subida del +3% en el semestre, después de haber permanecido en terreno negativo durante varios momentos del semestre anterior.

Por el contrario, los sectores más perjudicados han sido aquellos con mayor sensibilidad al incremento de los tipos de interés, como el inmobiliario (-2,5% en lo que va de semestre) y las *utilities* (-6,3%).

La renta variable continuará impulsada por el FEMO, presentando unas valoraciones que no se han contagiado por la exuberancia de los beneficios.

40. Un fabuloso crecimiento de beneficios

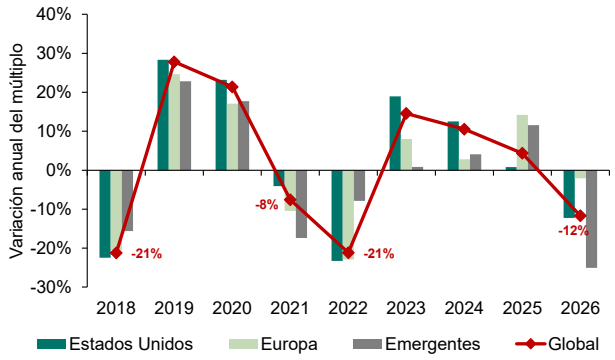


Fuente: Refinitiv y Banca March.

Los resultados empresariales viven un momento FEMO (Fabulous Earnings Momentum). En el caso del S&P 500 aumentaron un +53% interanual en el último trimestre, aunque esta cifra incluye aproximadamente 130.000 M$ (alrededor de un 12% de los beneficios realizados en agregado) en beneficios extraordinarios derivados de la revalorización de las participaciones que varias grandes tecnológicas mantienen en SpaceX, Anthropic y OpenAI.

Las previsiones para los próximos dos años apuntan a un escenario en el que el crecimiento de los beneficios se situará en torno al +22% anualizado, un ritmo más propio de una fase de recuperación tras una crisis de resultados. Además, dicho incremento será considerablemente más equilibrado entre sectores. Durante los últimos años, la tecnología ha explicado gran parte del avance de los beneficios empresariales. Sin embargo, de cara a los próximos ejercicios, se espera que este crecimiento se extienda a sectores más alejados del ámbito tecnológico.

41. 2026: un año de caída en las valoraciones



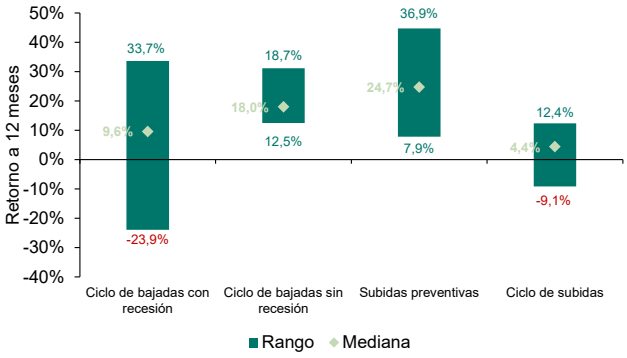
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Asimismo, esta extraordinaria aceleración de las expectativas de beneficios también se ha reflejado en las cotizaciones, aunque con una menor intensidad. Como consecuencia de ello, las valoraciones de la bolsa global se han contraído un -12% en lo que va de año, lo que implica que hoy es posible invertir en renta variable a múltiplos más atractivos que a comienzos del ejercicio. De hecho, este sería el primer año desde 2021 en el que los múltiplos de valoración se reduzcan mientras las bolsas continúan avanzando, una combinación poco habitual.

Por tanto, además de ser fabuloso por su intensidad, este crecimiento de beneficios es más amplio y diversificado, lo que junto a unas valoraciones razonables es el principal soporte para la prolongación del actual ciclo bursátil.

Por otro lado, las subidas de tipos oficiales no son necesariamente "malas".

42. Una subida preventiva, el mejor escenario(*)



(*) Subidas preventivas: subida de tipos que no va seguida de nuevas subidas en los próximos 12 meses.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Históricamente, las subidas preventivas de tipos por parte de la Reserva Federal han coincidido con un comportamiento positivo de los mercados bursátiles, reflejando una economía suficientemente sólida como para absorber unas condiciones monetarias algo más restrictivas. No obstante, el enquistamiento del conflicto en Irán eleva el riesgo de un repunte más persistente de la inflación y, con ello, la posibilidad de una respuesta más agresiva por parte de los bancos centrales. De materializarse este escenario, nos encontraríamos ante un entorno menos benigno para los activos de riesgo.

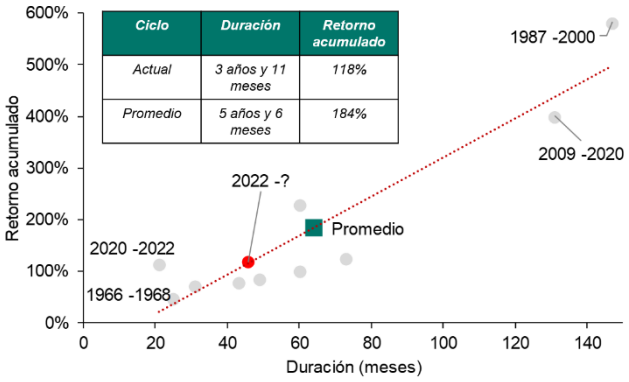
Un ciclo bursátil que, lejos de mostrar signos de agotamiento, encuentra nuevos argumentos para prolongarse gracias al favorable contexto macroeconómico y al impulso que históricamente suele acompañar al periodo posterior a las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos.

Con casi cuatro años de mercado alcista a sus espaldas, sin registrar correcciones superiores al -20%, los retornos acumulados mantienen una evolución plenamente coherente con los precedentes históricos y se sitúan dentro de la trayectoria habitual.

En términos de duración, todavía quedaría aproximadamente un año y medio para alcanzar la longevidad media observada en anteriores mercados alcistas. No obstante, conviene recordar que, más allá del intenso rebote posterior a la pandemia, los ciclos más recientes han tendido a prolongarse durante más tiempo que la media histórica.

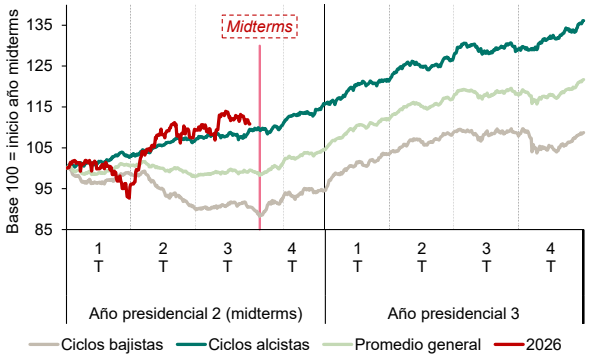
Este marco de referencia a medio plazo resulta especialmente útil para contextualizar una renta variable que se aproxima a un periodo electoral tradicionalmente favorable para los mercados. Históricamente, el tercer año del mandato presidencial en Estados Unidos ha sido el más positivo para las bolsas, una tendencia que suele intensificarse tras las elecciones de mitad de mandato (*midterms*), previstas para comienzos de noviembre.

43. El ciclo bursátil no está extendido(*)



(*) Un mercado alcista son incrementos en bolsa que no se ven interrumpidos por una caída superior al -20%. Años de inicio: 1957, 1962, 1966, 1970, 1974, 1982, 1987, 2002, 2009 y 2020.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

44. S&P 500: rentabilidad según el año electoral(*)



(*) Un ciclo bajista es aquel en el que se produce una caída superior al -20% en el año 2 o 3 del mandato presidencial.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Asimismo, un presidente republicano con un Congreso dividido también ha tendido a coincidir con un comportamiento positivo de la renta variable americana (+11% en promedio). La limitada capacidad para impulsar cambios legislativos de gran calado suele traducirse en una mayor previsibilidad regulatoria, un factor que, en el contexto actual, podría actuar como contrapeso al carácter más volátil del presidente estadounidense.

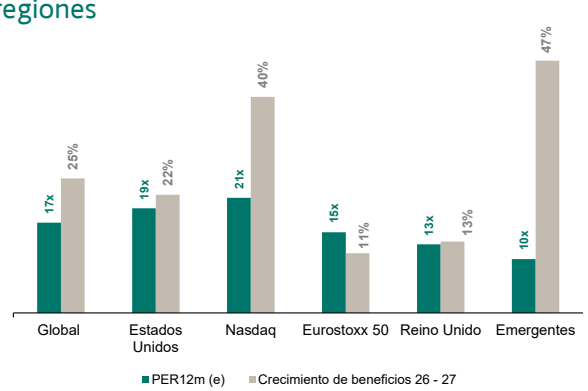
Regionalmente, seguimos prefiriendo Estados Unidos y los mercados emergentes, donde se concentra gran parte del crecimiento de beneficios, con unas valoraciones razonables, empresas más rentables y con menores niveles de endeudamiento.

Nuestra convicción se apoya, principalmente, en la concentración del crecimiento de beneficios en ambas áreas, donde esperamos avances del +22% y +47% anualizados para 2026 - 2027, respectivamente. Además, las valoraciones de estos mercados continúan siendo atractivas en relación con el crecimiento esperado de los beneficios, especialmente frente a regiones como Europa continental o Reino Unido.

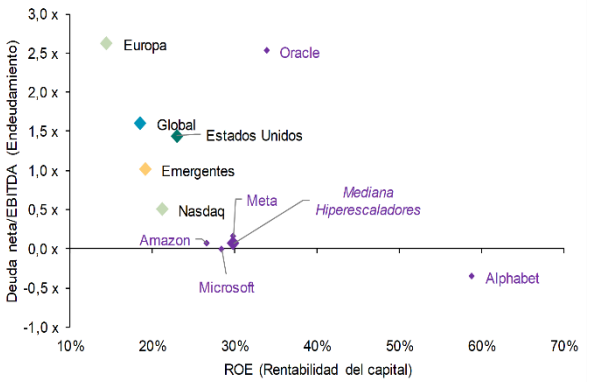
Por otro lado, las compañías estadounidenses mantienen niveles de rentabilidad superiores a los del conjunto del mercado global, impulsadas en gran medida por el liderazgo del sector tecnológico. A su vez, los mercados emergentes han reforzado su atractivo gracias al peso creciente y la elevada rentabilidad de la industria de semiconductores, sin olvidar países como India (-13% en el año) que se han quedado rezagados a pesar de mantener buenos fundamentales macroeconómicos –su economía crecerá un +6,5% este año, más del doble que el mundo–. Asimismo, las cotizadas de ambas regiones presentan niveles de endeudamiento inferiores a los de Europa y también por debajo de la media global.

En conjunto, estos factores refuerzan nuestra convicción de que tanto Estados Unidos como los mercados emergentes ofrecen un potencial de revalorización superior al de Europa y otras regiones desarrolladas, como Japón.

45. Valoración vs. crecimiento de beneficios por regiones



46. ROE vs. ratio de endeudamiento



Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March.

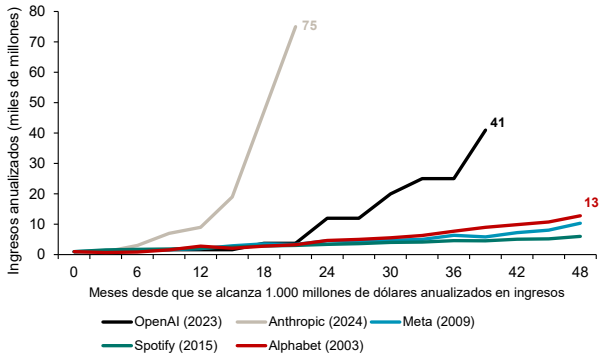
La tecnología seguirá liderando el comportamiento de los mercados bursátiles. Aunque las elevadas inversiones realizadas hasta la fecha aún no se corresponden con el volumen de ingresos, el ritmo de expansión de las nuevas compañías vinculadas a la inteligencia artificial supera ampliamente el observado en ciclos tecnológicos anteriores.

Un año más, la tecnología se sitúa entre los sectores con mejor comportamiento bursátil. El índice agregado avanza un +27,5%, frente al 13% del conjunto del mercado. Sin embargo, la evolución interna del sector ha sido muy desigual. Durante la primera mitad del año, el liderazgo correspondió a las áreas más vinculadas al mundo físico, como los semiconductores y el hardware, cuyo sólido comportamiento compensó la debilidad del software. Desde junio, no obstante, se ha producido una rotación significativa y las compañías de software recuperaron terreno, con avances superiores al +20% en apenas dos meses y medio. Como resultado, el software acumula una rentabilidad cercana a cero en el año, mientras que los semiconductores han moderado su ritmo de avance del +65% al +42%.

Esta divergencia refleja un debate recurrente en todos los procesos de destrucción creativa: qué modelos de negocio serán capaces de adaptarse y capturar valor en un entorno de cambio tecnológico acelerado. La visibilidad permanece reducida y resulta difícil anticipar qué segmentos emergerán como los principales beneficiarios de esta revolución. Por ello, desde finales del pasado año venimos defendiendo una aproximación amplia a la tecnología, evitando concentrar la exposición exclusivamente en los grandes hiperescaladores y apostando por una participación más diversificada en toda la cadena de valor de la inteligencia artificial.

Al mismo tiempo, persisten las voces que cuestionan la magnitud de las inversiones destinadas al desarrollo de infraestructura para la inteligencia artificial y su posible similitud con episodios pasados de exuberancia financiera. Es cierto que el ecosistema presenta dinámicas de inversión parcialmente circulares, en las que hiperescaladores y fabricantes de semiconductores financian, directa o indirectamente, a desarrolladores de modelos.

47. Evolución de ingresos tras alcanzar 1.000 M$



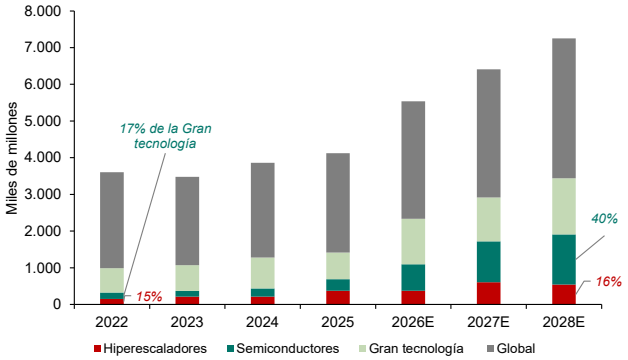
Fuente: Refinitiv, Dealroom.co, Anthropic, OpenAI, Bloomberg y Banca March.

Sin embargo, el volumen de ingresos nuevos continúa aumentando a medida que la tecnología amplía sus casos de uso y se integra de forma creciente en la actividad económica. La rápida expansión de compañías como Anthropic y OpenAI ilustra esta tendencia. Según las métricas comunicadas en sus últimas rondas privadas de financiación, ambas han alcanzado una escala de ingresos conjuntos cercana a los 115.000 M$, un ritmo de crecimiento sin precedentes en la industria tecnológica. Asimismo, las fuertes inversiones realizadas encuentran respaldo en una demanda pendiente de computación que se estima por encima de los 2 billones de dólares, una cifra que justifica la inversión prevista para 2026.

Asimismo, la competencia dentro del sector tecnológico también está evolucionando. Las fuertes inversiones realizadas por los hiperescaladores están dando paso al protagonismo del segmento de los semiconductores, cuyas compañías están siendo las principales beneficiarias de la creciente demanda de capacidad computacional impulsada por la inteligencia artificial.

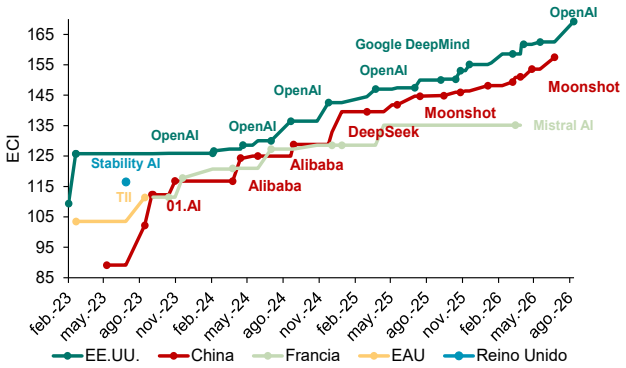
Por otro lado, el crecimiento de beneficios del sector tecnológico continuará muy por encima del conjunto del mercado, con avances previstos del +92% para este año, frente al +35% estimado para el índice global. Sin embargo, la composición de ese crecimiento está cambiando de forma significativa. Una parte creciente de la inversión realizada por los grandes hiperescaladores termina transformándose en beneficios para la industria de semiconductores, principal proveedora de la infraestructura necesaria para el desarrollo de la inteligencia artificial. De mantenerse esta tendencia, los fabricantes de semiconductores podrían llegar a representar cerca del 40% de los beneficios de la gran tecnología global, frente a apenas el 17% que suponían en 2022.

48. Un trasvase de beneficios dentro de la tecnología(*)



(*) Gran tecnología: tecnología, telecomunicaciones y consumo discrecional. Reúne los sectores con una fuerte presencia tecnológica en sus negocios.
Fuente: Refinitiv y Banca March.

49. Capacidad modelos (ECI) por país desarrollador(*)



(*) El Índice de Capacidades de Epoch (ECI) combina las puntuaciones de numerosas pruebas de referencia de IA en una única escala de capacidad general, lo que permite comparar modelos.
Fuente: Epoch y Banca March.

En medio de esta transformación, resulta igualmente imprescindible mirar hacia Oriente. Los desarrolladores chinos han demostrado una notable capacidad de innovación y adaptación pese a operar con restricciones tecnológicas. Sus modelos se encuentran actualmente apenas entre seis y ocho meses por detrás de las soluciones líderes y, en muchos casos, requieren una menor capacidad computacional para su utilización. Esta evolución pone de manifiesto que la competencia en inteligencia artificial no se limita a Estados Unidos y que la creación de valor podría extenderse a un conjunto mucho más amplio de actores y geografías.

Por ello, consideramos que la diversificación, tanto sectorial como regional, es fundamental para capturar todo el potencial de una tendencia estructural que seguirá impulsando al sector tecnológico durante los próximos años. Limitar la exposición a un reducido grupo de compañías o a una única región podría implicar renunciar a una parte relevante de las oportunidades.

Los centros de datos no se construyen solo con semiconductores. Las infraestructuras, los equipos industriales asociados a la distribución y conexión eléctrica, así como el suministro energético, serán elementos clave para sostener el crecimiento de la IA y responder a las necesidades de capacidad de procesamiento.

50. Destino de 100 dólares de inversión en centro de datos

Fuente: CSIS, Epoch y Banca March.

La inversión en centros de datos continúa siendo el principal motor del desarrollo de la IA. Desde que los grandes hiperescaladores comprobaron que las mejoras en las capacidades de los modelos guardaban una relación prácticamente directa con el aumento de la capacidad computacional disponible, las prioridades del sector cambiaron de forma radical. Se inició así una carrera por ampliar la infraestructura de computación a gran escala.

Aunque los semiconductores constituyen el componente más visible y estratégico de esta expansión, representan solo la mitad de la inversión. La otra mitad del gasto asociado al desarrollo de un centro de datos se destina a infraestructuras, equipamiento eléctrico, sistemas de refrigeración, componentes industriales y servicios de ingeniería.

En menos de una década, el consumo energético de un servidor se ha multiplicado por más de sesenta veces, lo que obliga a incrementar de forma sustancial la capacidad de generación y distribución eléctrica.

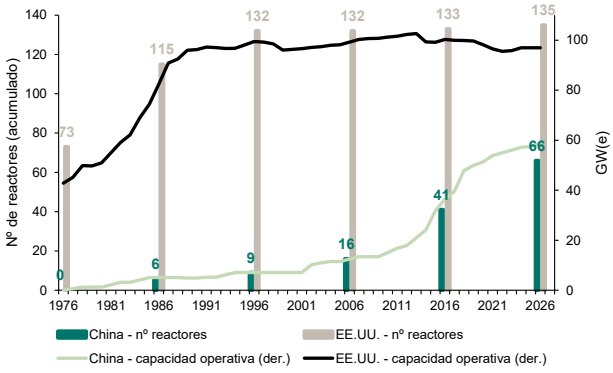
Fuente: Leo Cui, Ph.D., CFA, Nvidia y Banca March.

Las necesidades energéticas asociadas a las nuevas generaciones de servidores continúan aumentando de forma significativa y como resultado, la inteligencia artificial no solo está transformando la industria tecnológica, sino que también se ha convertido en un importante motor de crecimiento para sectores como las infraestructuras, la electrificación, las redes y la producción energética.

Esta interconexión entre tecnología, industria y energía refuerza nuestra visión de que las oportunidades asociadas a la inteligencia artificial trascienden ampliamente al sector tecnológico. A medida que la demanda de computación siga creciendo, una parte del valor generado se trasladará hacia aquellas compañías capaces de suministrar la infraestructura física y energética necesaria.

Precisamente es en el ámbito energético donde se concentran algunos de los principales desafíos para el despliegue de la inteligencia artificial. La red eléctrica estadounidense fue diseñada para absorber incrementos de demanda relativamente moderados, del entorno del 2% anual. Sin embargo, las necesidades energéticas de los centros de datos están creciendo a un ritmo muy superior y, sobre todo, requieren capacidad de suministro de forma inmediata. Esta situación está generando importantes cuellos de botella tanto en las conexiones a la red como en el suministro de equipos críticos, especialmente transformadores eléctricos, cuyos plazos de entrega se extienden ya entre tres y cuatro años.

51. EE.UU. vs. China: número de reactores nucleares y capacidad operativa



Fuente: Our World in Data, PRIS y Banca March.

La solución pasa por acelerar el desarrollo de fuentes de generación dedicadas que permitan complementar o sustituir la capacidad de la red tradicional. En este contexto, la energía nuclear, las turbinas de gas y las energías renovables se perfilan como las principales alternativas para cubrir la creciente demanda eléctrica asociada a la inteligencia artificial. Consideramos que esta expansión de la generación autónoma será un elemento imprescindible para garantizar el voraz suministro energético que requieren los centros de datos.

La expansión del gasto en defensa sigue en marcha, y pensamos que las compañías del sector seguirán capturando este crecimiento, como refleja una cartera de pedidos en máximos históricos.

Mantenemos una visión positiva sobre el sector de defensa, en un contexto en el que la seguridad se ha consolidado como una prioridad estratégica y el gasto militar gana peso dentro de los presupuestos públicos. La reciente corrección no altera nuestra tesis estructural de fondo, sino que eleva el listón

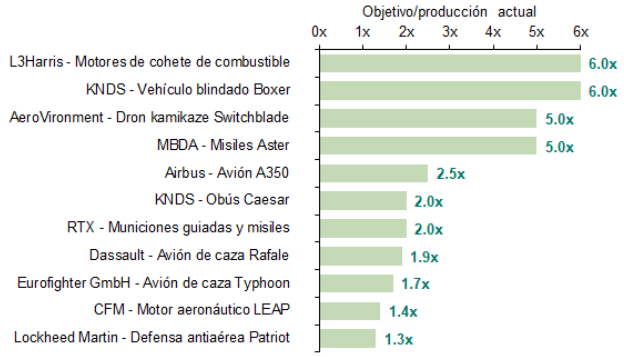
de ejecución. En esta nueva fase, ya no basta con anunciar mayores partidas de gasto: la capacidad de convertir esos compromisos presupuestarios en producción, entregas y generación de caja será el principal factor diferenciador.

A corto plazo, la incertidumbre política ha pesado sobre el sector a ambos lados del Atlántico. En Europa, Alemania decidió cancelar las opciones de compra adicionales contempladas dentro del programa de fragatas F-126, mientras que el proyecto conjunto entre Alemania y Francia para desarrollar un avión de combate de nueva generación ha quedado prácticamente enterrado tras las discrepancias surgidas entre las partes. En Estados Unidos, por su parte, el sector se ha visto penalizado ante la posibilidad de que los demócratas recuperen el control de ambas cámaras, un escenario que el mercado ha comenzado a interpretar como potencialmente adverso para los futuros planes de gasto en defensa. Todo ello pone de manifiesto que el rearme no depende únicamente de la capacidad presupuestaria, sino también de la voluntad política para ejecutar los programas comprometidos.

A pesar de estas incertidumbres, la tendencia de largo plazo permanece intacta. Cada vez son más los países que incrementan el peso de la defensa dentro de sus presupuestos, prueba de que la seguridad ha dejado de ser una partida discrecional para convertirse en una prioridad estratégica. Si en los años posteriores a la crisis financiera apenas el 29% de los países destinaba un 2% o más de su PIB a defensa, actualmente esa proporción alcanza el 38%. Mirando hacia adelante, y tomando como referencia el objetivo de la OTAN de elevar el gasto militar hasta el 5% del PIB en 2030, Estados Unidos debería incrementar su presupuesto de defensa en 2,5x respecto a los niveles actuales, mientras que Europa y China tendrían que hacerlo en 5,2x y 5,6x respectivamente.

La respuesta de la industria refleja esta realidad. Las compañías aeroespaciales y de defensa de Estados Unidos y Europa aspiran a multiplicar hasta por seis su ritmo de producción actual, lo que supondría la expansión más rápida del sector en décadas. Sin embargo, el principal desafío ya no es la demanda, sino la capacidad de ejecución. Se estima que cerca del 90% de los programas siguen afectados por restricciones en la cadena de suministro, desde la dependencia de proveedores únicos hasta los prolongados procesos de homologación o la escasez de determinados materiales estratégicos.

52. Objetivo de producción vs. producción actual



Fuente: Bain y Banca March.

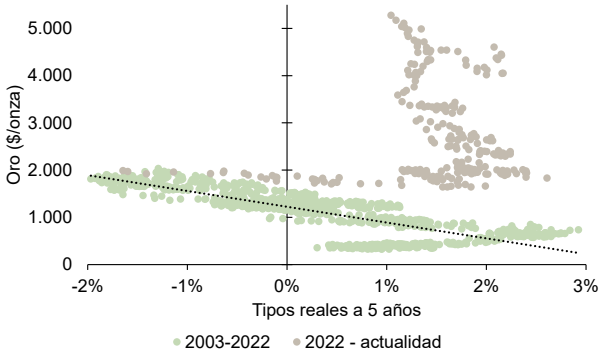
Desde nuestro punto de vista, esta brecha entre demanda y capacidad productiva no constituye una disrupción temporal, sino un cambio estructural que determinará los ganadores de la próxima década. Las compañías capaces de desarrollar cadenas de suministro más profundas y resilientes estarán mejor posicionadas para capturar el crecimiento previsto del sector. En este contexto, seguimos mostrando preferencia por Estados Unidos y determinados mercados emergentes, donde la ejecución depende en menor medida de complejos acuerdos multilaterales y de consensos políticos entre distintos países, como sucede actualmente en la Unión Europea.

MATERIAS PRIMAS

El oro continuará su proceso de apreciación impulsado por el aumento sostenido de la demanda estructural por parte de los bancos centrales de los países emergentes.

El oro se mantiene plano en el año, aunque su comportamiento ha sido desigual. Los primeros meses estuvieron marcados por un fuerte impulso alcista (+25% en enero) que, posteriormente, dio paso a correcciones significativas hasta mediados de ejercicio. En la segunda mitad del año, las renovadas dudas sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense y la falta de definición por parte de la Reserva Federal volvieron a respaldar al metal precioso, que acumula una revalorización del +7,3% desde junio.

53. Tipos reales a 5 años EE.UU. vs. precio del oro

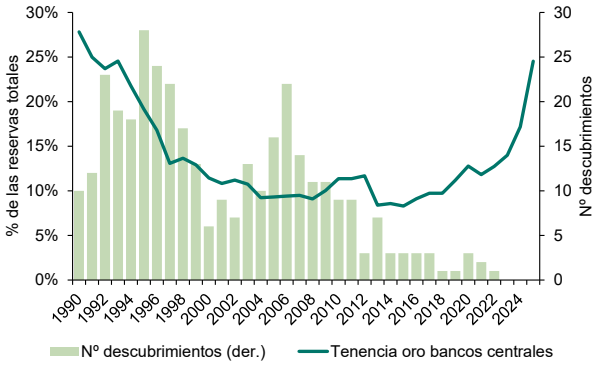


Fuente: Bloomberg y Banca March.

A pesar de la elevada volatilidad, el oro ha permanecido por encima de los 4.000 $/onza durante gran parte del año, incluso en un contexto de cierta presión derivada de una Fed más restrictiva. En este sentido, al analizar los últimos años, se observa que la relación históricamente estrecha entre el oro y los tipos reales (tipos de interés ajustados por la inflación esperada en el mismo plazo), se ha debilitado respecto a las dos décadas anteriores.

En particular, los movimientos registrados desde la invasión de Ucrania y la posterior congelación de activos rusos sugieren que el precio del metal amarillo ha dejado de responder exclusivamente a este factor. Este cambio de régimen en los mercados internacionales ha impulsado una tendencia entre los bancos centrales, especialmente los de las economías emergentes, a incrementar progresivamente el peso del oro en sus reservas. Estas compras sostenidas responden al objetivo de converger hacia niveles de exposición más cercanos a los observados en los bancos centrales de las economías desarrolladas, con los que persiste un diferencial de 21 p.p. (35% vs. 14%).

54. Tenencia de bancos centrales vs. descubrimientos de nuevas minas de oro



Fuente: FMI, ITC y Banca March.

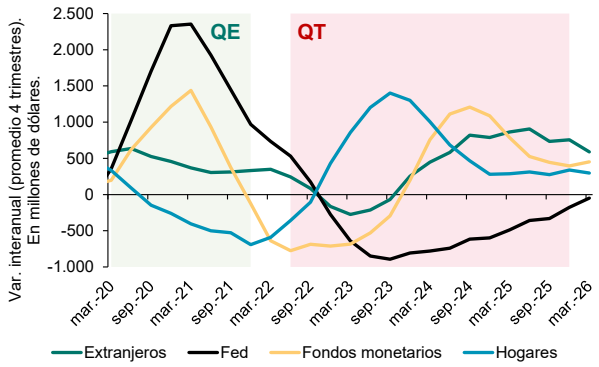
A ello se suma un contexto de oferta estructuralmente limitada. La identificación de nuevos yacimientos auríferos se ha reducido de forma significativa y, en los dos últimos años, no se han registrado hallazgos relevantes, lo que refuerza el soporte fundamental para el precio del metal.

Por tanto, aunque factores coyunturales, como un posible endurecimiento adicional de la política monetaria de la Reserva Federal, podrían generar presión a corto plazo, consideramos que la demanda estructural procedente de los bancos centrales emergentes seguirá siendo un factor de apoyo para la cotización del oro a medio y largo plazo. Asimismo, en un entorno marcado por las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos y el aumento de la incertidumbre geopolítica, el oro continúa ofreciendo un importante elemento de diversificación para las carteras, especialmente si estas tensiones terminan traduciéndose en una depreciación del dólar.

DIVISAS

Seguimos manteniendo una visión cauta con el dólar que afronta varios desafíos que debilitan su posición estructural. Recomendamos aprovechar para reducir con objetivo 1,21 EUR/USD.

55. Tenedores de bonos del Tesoro estadounidense



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Las reuniones de la Reserva Federal y las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de la deuda estadounidense han condicionado la evolución del dólar durante los dos últimos meses. En la reunión de julio, la indefinición de Warsh y el posterior anuncio del Tesoro estadounidense de recompras de bonos a largo plazo llevaron al dólar a situarse por encima del 1,16 EUR/USD. Sin embargo, este movimiento se revirtió tras la última reunión de la Fed, en la que el tono más restrictivo de la política monetaria favoreció la apreciación del billete verde, que actualmente se mantiene en la zona alta de 1,13 EUR/USD.

Consideramos que estos niveles son excesivos y que el riesgo de depreciación del dólar sigue siendo elevado. Los déficits en Estados Unidos continúan aumentando mientras que inversores internacionales como China y Japón, tradicionalmente dos de los principales compradores de bonos del Tesoro, están reduciendo su exposición a estos activos, lo que debilita una de las fuentes estructurales más relevantes de demanda de la divisa estadounidense a escala global.

Asimismo, el Banco Central Europeo inició el ciclo de subidas de tipos de interés ligeramente antes que lo hiciera la Reserva Federal, contribuyendo a estrechar temporalmente el diferencial de tipos entre ambas regiones y favoreciendo cierta debilidad del dólar. A ello se añade que, en un contexto de normalización de los precios de la energía, la necesidad de adquirir dólares por parte de los importadores europeos se reducirá, disminuyendo así otro factor de apoyo para la moneda estadounidense.

Por otro lado, el Tesoro estadounidense ha mantenido una intensa actividad en el mercado de divisas, coordinando durante el verano diversas intervenciones con el Banco de Japón para contener la depreciación del yen, por un importe acumulado cercano a los 125.000 M$. Estas actuaciones han implicado ventas de dólares, generando una presión adicional sobre la divisa norteamericana. No obstante, hasta la fecha su impacto ha sido limitado, por lo que es probable que se produzcan nuevas intervenciones en los próximos meses, un escenario que tampoco favorece la evolución del dólar.

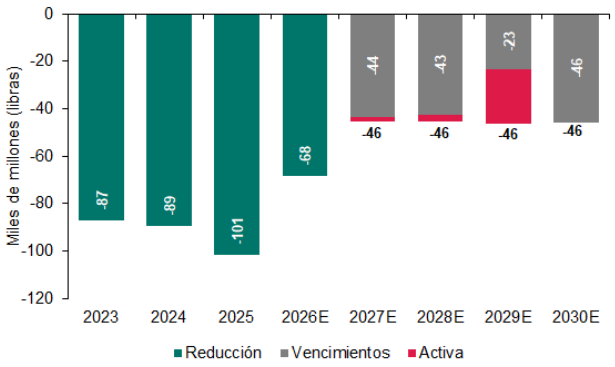
Por todo ello, estimamos que la reciente fortaleza del billete verde tiene un recorrido limitado. La curva de tipos descuenta más subidas de tipos de interés de las que prevemos, mientras que la demanda internacional de dólares continúa debilitándose debido a las inquietudes sobre la situación fiscal de Estados Unidos y a las estrategias de diversificación de reservas adoptadas por numerosos bancos centrales emergentes. En consecuencia, evitamos dejarnos llevar por esta apreciación coyuntural y consideramos que los niveles actuales representan una oportunidad para protegerse frente a una posible depreciación.

La estabilidad en la cotización de la libra se mantiene a pesar de la reciente inestabilidad política y un banco central relativamente menos activo en el camino de ascenso en los tipos oficiales. Consideramos que el riesgo de depreciación permanece y, por tanto, mantenemos nuestro rango 0,85 – 0,88 EUR/GBP.

La estabilidad de la libra esterlina continúa, manteniéndose en un rango muy estrecho en su cotización frente al euro desde junio, entre 0,849 y 0,857 EUR/GBP. Este comportamiento se ha producido sin variaciones significativas, incluso tras las subidas de tipos de interés en la eurozona, que han reducido el diferencial de tipos a corto plazo frente a la libra, así como pese a la incertidumbre política que culminó con la llegada del nuevo primer ministro, Andy Burnham, durante el verano.

No obstante, consideramos que los riesgos subyacentes para la libra siguen presentes. En su última reunión, el Banco de Inglaterra adoptó un tono más restrictivo, aunque optó por mantener los tipos de interés sin cambios. Además, anunció un nuevo plan de reducción de balance que desacelerará el ritmo de ventas de deuda soberana británica que mantiene en balance. De este modo, el volumen anual previsto de vencimientos será de 46.000 M£ en los próximos 12 meses, siendo inferior a los 93.000 M£ de los 12 meses previos.

56. Reducción anual de tenencia de bonos soberanos del Banco de Inglaterra



Fuente: BOE, Bloomberg y Banca March.

Esta medida supone un alivio para el mercado de deuda pública británica. Sin embargo, también implica una mayor cantidad de libras en circulación lo que, en principio, debería ejercer presión a la baja para la moneda británica frente al euro.

Por otra parte, el foco del riesgo político se desplaza hacia los presupuestos de 2027. La preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas sigue aumentando y, aunque un presupuesto más restrictivo podría ser bien recibido por los mercados en el corto plazo, también podría generar tensiones internas y aumentar la probabilidad de unas elecciones anticipadas si provoca un mayor descontento entre las bases del Partido Laborista.

Asimismo, la experiencia del último episodio inflacionario tampoco resulta especialmente favorable para las perspectivas de la libra. Entre 2022 y 2023, el Banco de Inglaterra se vio obligado a endurecer su política monetaria a la zaga de grandes bancos centrales, sobre todo ya bien entrado el proceso de endurecimiento. Durante ese periodo, la divisa británica se debilitó de forma significativa frente al euro, llegando a alcanzar niveles próximos a 0,89 EUR/GBP.

Aunque no anticipamos una depreciación de semejante magnitud en esta ocasión, sí consideramos recomendable mantener una estrategia de cobertura de divisa, ya que estimamos que la libra podría debilitarse hasta niveles cercanos a 0,88 EUR/GBP.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:

Joan Bonet Majó
Pedro Sastre
Paulo Gonçalves, CAIA
Luis Coello, CFA
Juan Manuel Tealdi
Cristina Reyes Latorre

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos.

Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado.

Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo que puedan producirse.

El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o 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.