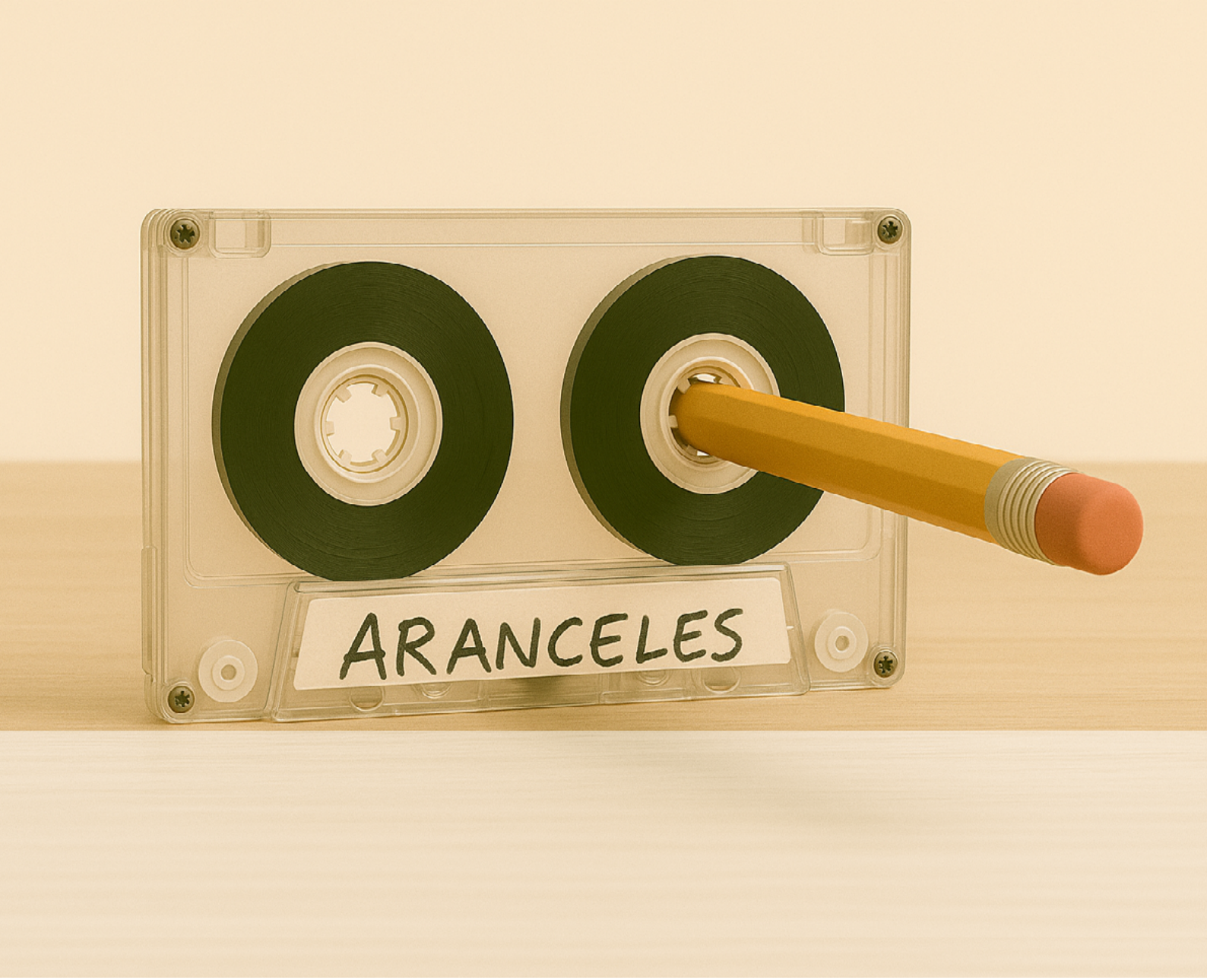


HOUSE VIEW

COMIENZA LA VUELTA ATRÁS

BancaMarch

Comienza la vuelta atrás

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

El tiempo corre y EE.UU. está forzado a alcanzar acuerdos significativos: es prioritario evitar un *shock* en el crecimiento.

1. Aranceles vigentes y actualizaciones

	Anuncio de aranceles	Rectificaciones y aplazamientos	
1-feb.	25% México y Canadá, 10% bienes energéticos canadienses	Exentos los productos sujetos a USMCA	6-mar.
10-feb.	25% Acero y Aluminio		
26-mar.	25% Automóviles y componentes	- No acumulativo con acero y aluminio - Compensación hasta el 15% de los componentes no extranjeros	29-abr.
2 abr.	*Liberation Day* - Aranceles recíprocos	-Moratoria 90 días (hasta 8 julio), pero se mantiene 10% universal -Exención a los bienes electrónicos	9-abr. 11-abr.
5 rondas (feb.- abr.)	145% China (20% fentanilo + 125% recíproco)	-Exención a los bienes electrónicos - Moratoria 90 días (hasta 11-ago.), mientras, el 145% baja a 30%	11-abr. 12-may.

Fuente: Banca March.

Las "idas y venidas" han disparado la incertidumbre y, aunque la experiencia del pasado nos hace pensar que, tras extremar posturas, Trump tratará de conseguir acuerdos rebobinando parte de los aranceles, lo cierto es que nos enfrentamos a políticas económicas "excepcionalmente" cambiantes.

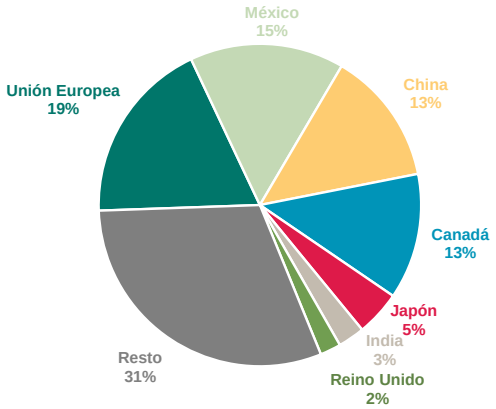
Por ello, más allá de posibles amenazas y de las nuevas negociaciones bilaterales que EE.UU llevará a cabo durante las próximas semanas, las dos fechas fundamentales a vigilar son: el 8 de julio, fecha donde finalizaría la actual moratoria para los aranceles específicos con cada país –si no hay acuerdos la tasa universal del 10% se incrementará al nivel anunciado para cada uno de ellos en el *Liberation Day*–. Con China, la moratoria terminaría el 11 de agosto, momento en el que, si no hubiera acuerdo, el incremento de las tarifas subirían del 30% actual al 145% anunciado en abril.

Tras el "tibio" acuerdo con el Reino Unido, llegó la "gran" tregua con China.

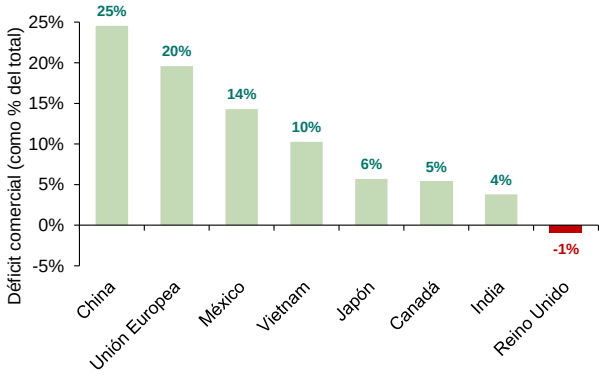
A la espera de los resultados de estas importantes negociaciones, lo que conocemos es que, después del "susto" del *Liberation Day*, mayo comenzó con la llegada del primer acuerdo bilateral con el Reino Unido. Las condiciones anunciadas no suponen una mejora significativa respecto al arancel del 10% que ya se aplica y el acuerdo parece más una escenificación que una transformación sustancial de las relaciones comerciales entre ambos países.

Lo más destacado es la reducción de los aranceles a los vehículos, que pasan del 25% al 10%, con una cuota de 100.000 coches al año y la eliminación de los aranceles al acero y al aluminio –que representan apenas el 1% de las exportaciones británicas a EE. UU.–. A cambio, el Reino Unido se ha comprometido a adquirir aviones de Boeing por un valor de 10.000 M$, además de asumir otros compromisos menores. Por ello, este parece un "pequeño" acuerdo con un "gran país", pero difícilmente será un ejemplo para el resto de las negociaciones.

2. EE.UU.: importaciones por regiones



3. EE.UU.: déficit comercial por regiones



Fuente: Bloomberg, ITA y Banca March.

Algo bastante lógico si tenemos en cuenta que las importaciones desde el Reino Unido apenas representan el 2% del total y que Estados Unidos tiene superávit comercial con este país (+11.857 M$). El propio Trump insinuó que es un acuerdo con condiciones preferenciales por tratarse de un país aliado y no una hoja de ruta para las demás negociaciones.

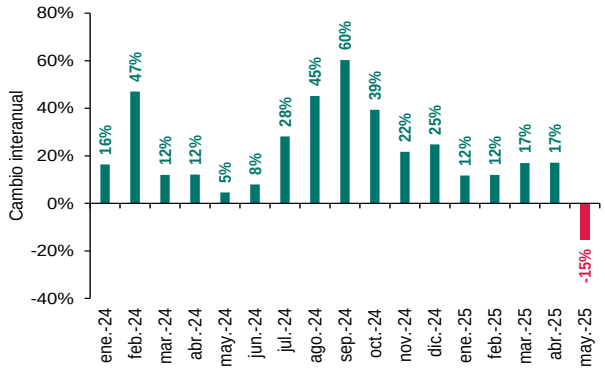
Sin embargo, las buenas noticias no se hicieron esperar y la tregua alcanzada con China durante el primer fin de semana de mayo (el país "responsable" del 25% del déficit comercial estadounidense), significa que las dos grandes potencias mundiales firman "de facto" un alto el fuego de 90 días en su particular contienda arancelaria.

La guerra comercial con China ha ido demasiado lejos…

Esta tregua sitúa ahora el aumento de los aranceles estadounidenses sobre los productos chinos en +30 p.p. al tiempo que los aranceles de China subirían +10 p.p. Ahora bien, los días caóticos vividos estos últimos meses están comenzando a impactar negativamente en los flujos comerciales.

En abril, las exportaciones chinas agregadas moderaron su crecimiento hasta +8,1% interanual desde el +12,4% anterior, pero, si miramos solo las cifras bilaterales, se aprecia un desplome del -21% de las ventas a Estados Unidos y también una fuerte caída de las importaciones chinas (-14%).

4. El comercio se enfría: llegada de buques desde China a EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Con la tregua arancelaria se ha conseguido suspender, al menos de forma temporal, el elevado riesgo de parálisis en los intercambios de bienes.

Como ejemplo, solamente en la primera quincena de mayo, la llegada de buques comerciales a EE.UU. procedentes de China ha pasado de crecer a doble dígito a registrar una caída del -15% interanual.

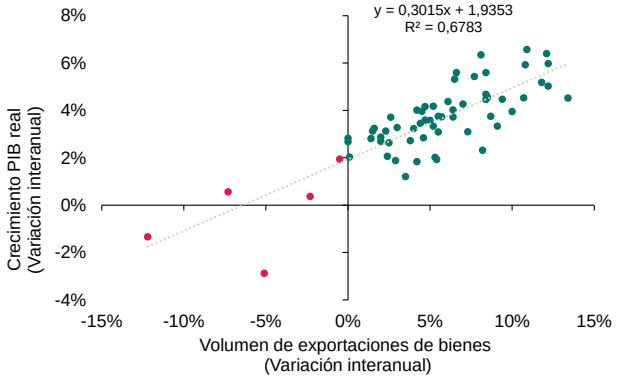
...y una caída del comercio no beneficia a nadie: EE.UU. es también parte interesada en la desescalada.

La obsesión de mantener déficits comerciales bilaterales nulos carece de fundamento teórico en una economía global integrada. En un mundo como el actual, que goza de importantes avances tecnológicos y de transporte, lo lógico es que existan déficits en el comercio de bienes con algunos países que se compensan en parte o incluso totalmente, con superávits de diferentes bienes o servicios con otros países.

Gracias al comercio internacional, los países aumentan su bienestar a través de la especialización en aquellos segmentos o productos donde tienen ventajas competitivas. Prueba de ello es la fuerte relación positiva entre el aumento del comercio internacional y el avance del PIB mundial.

Habitualmente, los periodos de expansión económica van aparejados de un incremento de las transacciones de bienes internacionales y viceversa. Cifras que confirman que, el dividendo positivo de la mayor competencia y los beneficios de la especialización, no son algo meramente "teórico".

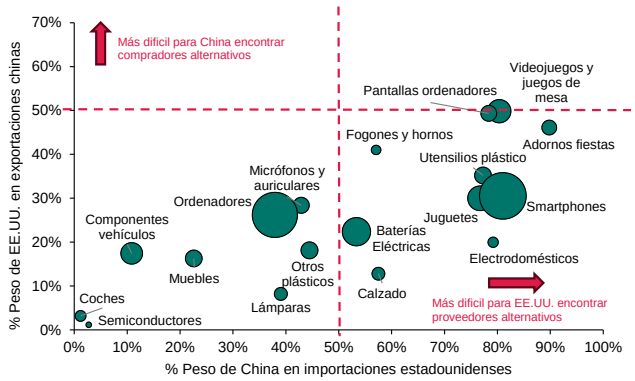
5. PIB y comercio mundial suelen ir de la mano



Fuente: Banco Mundial, WTO y Banca March.

En este contexto, consideramos que, de confirmarse una virulenta subida de aranceles como la anunciada en abril por Trump, se generaría un *shock* de oferta negativo para la economía interna norteamericana, dado que se elevarían los costes de los bienes importados de golpe sin ofrecer tiempo de adaptación para las empresas y los consumidores.

6. EE.UU. tiene más que perder que China



Fuente: International Trade Administration, Comtrade y Banca March.

En el caso particular de Estados Unidos, la elevada dependencia de las importaciones de algunos productos chinos claramente imposibilita encontrar de forma inmediata productores alternativos, lo que pondría en riesgo el funcionamiento de algunas de sus más importantes cadenas de producción o incluso el abastecimiento de bienes de consumo tan relevantes como smartphones o videojuegos –productos en los que China representa más del 80% de las importaciones estadounidenses–.

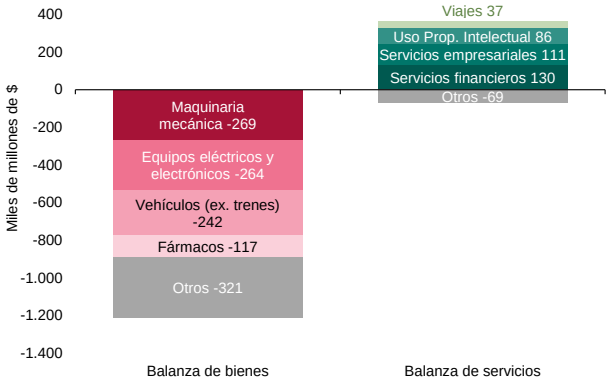
Un déficit comercial concentrado por productos y países permite enfocar los esfuerzos: objetivo revertir los aranceles universales.

Desde nuestro punto de vista, la aplicación de aranceles universales carece de sentido dada la elevada concentración del déficit comercial de Estados Unidos: el 74% del saldo negativo proviene de 5 regiones –China, la UE, México, Vietnam y Canadá–. Además, en términos sectoriales, también existe mucha concentración: el 73% del déficit de bienes se explica por 4 sectores (gráfico 7): maquinaria, electrónica, vehículos y fármacos.

Esta composición de la balanza comercial es un factor que debería incentivar negociaciones más concretas y eludir la implementación de un arancel universal.

Por otro lado, aunque EE.UU. registra un déficit en la balanza de bienes –y este ha sido el principal foco de atención de Trump–, parte de este saldo negativo se compensa por un creciente superávit en la balanza exterior de servicios y, muy en particular, debido al creciente uso de la propiedad intelectual –servicios que exportan en su mayoría las grandes tecnológicas–.

7. Déficit comercial de bienes vs. superávit de servicios



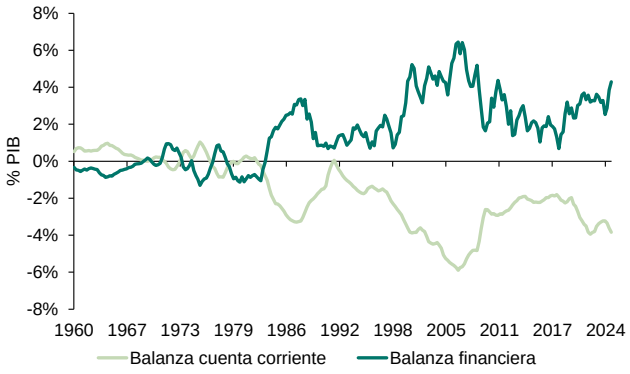
Fuente: BEA y Banca March.

La verdadera fortaleza de Estados Unidos reside en su crecimiento diferencial, mayor productividad y la profundidad de su mercado de capitales.

Habitualmente se olvida que cuando un país importa más de lo que exporta, no se debe necesariamente a un problema de competitividad, sino que ese desequilibrio en ocasiones refleja también una mayor inversión que ahorro. Las transacciones internacionales de un país con el resto del mundo incluyen los pagos por importaciones de bienes y servicios, pero también las transferencias financieras. Unas cuentas que están entrelazadas y que, al final, si un país gasta más de lo que ingresa necesita atraer capital.

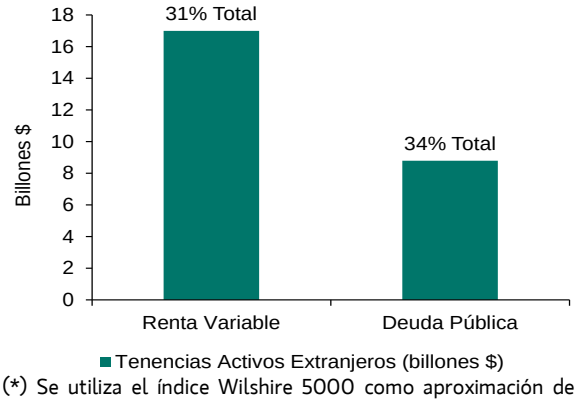
En el caso de Estados Unidos, si bien es cierto que arrastra un déficit por cuenta corriente histórico, su cuenta financiera disfruta de superávit (gráfico 8). Su economía es especialmente atractiva para los ahorros externos porque sus activos son seguros y rentables. Este flujo de capital extranjero permite así una mayor inversión, mayor consumo y con ello impulsa el crecimiento estadounidense.

8. La balanza por cuenta corriente se financia gracias a la inversión extranjera



Fuente: BEA y Banca March.

9. Tenencia de activos estadounidenses en manos de extranjeros(*)



(*) Se utiliza el índice Wilshire 5000 como aproximación de la capitalización bursátil de la renta variable estadounidense.
Fuente: Bloomberg, U.S. Department of Treasury y Banca March.

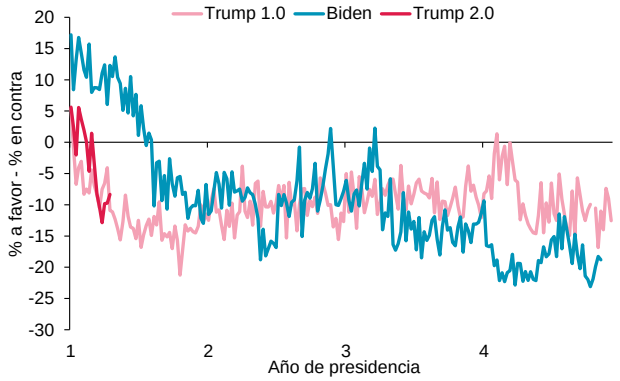
Además, el capital extranjero es también una de las principales fuentes de financiación de la Administración estadounidense y de sus propias empresas: como muestra el gráfico 9, más del 30% de la deuda pública está en manos de extranjeros, un porcentaje similar para los bonos de empresas. En términos de capital, el 31% de la capitalización de las empresas estadounidenses en bolsa también está en manos internacionales. Datos que refuerzan la idea que ninguna economía saldría beneficiada ante un escenario de guerra comercial y tensionamiento financiero internacional.

La popularidad de cualquier presidente está condicionada a la evolución del consumidor.

A nivel doméstico, los efectos de los aranceles sobre las decisiones de los consumidores son similares a la introducción de un impuesto al consumo, es decir, afectan a los precios relativos de los bienes e impulsan un efecto sustitución. Esto llevará a que las importaciones cambien en respuesta a los aranceles. Como consecuencia, veremos alteraciones en los patrones de consumo, pero el momento y la intensidad de esta transición es incierto. Es probable que algunos cambios se produzcan rápidamente, en cuestión de días o semanas, mientras que otros, pueden llevar más tiempo o incluso que no se lleguen a producir.

Lo que sí sabemos es que la subida de los costes se traducirá en mayores precios de los bienes y, por ello, habrá una pérdida de poder de compra: el coste medio anual para el hogar americano se estima que alcanzaría los 3.800 $ en el caso de que el arancel promedio efectivo se elevara hasta niveles tan agresivos como los anunciados en el *Liberation Day*. Según la Universidad de Yale el coste con los últimos aranceles ascendería hasta los 2.800 $.

10. Encuestas de popularidad



Fuente: The Economist, YouGov y Banca March.

Además, hay que considerar que los aranceles son impuestos regresivos, especialmente en el corto plazo, penalizando más a los hogares con menos ingresos. Se estima una carga 2,5x superior sobre la renta disponible para los hogares dentro del quintil con menores ingresos frente a los de renta más elevada.

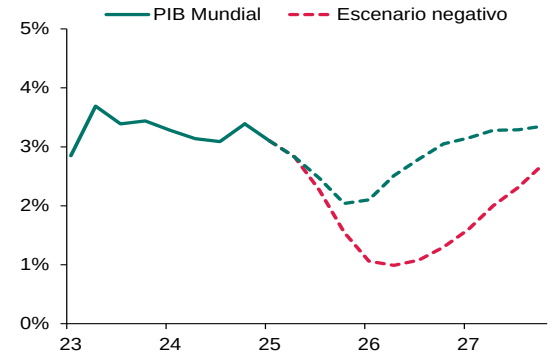
Todos estos efectos son de sobra conocidos y ya se han comenzado a reflejar con un mayor descontento popular con la nueva Administración.

Aunque la incertidumbre conllevará una desaceleración económica, mantenemos nuestro escenario central: los aranceles no benefician a nadie y se alcanzarán acuerdos para evitar una recesión.

En el corto plazo, se ha vuelto a abrir una ventana para la negociación y los próximos 90 días seguirán siendo intensos. Una vez concluido este nuevo "periodo de gracia tarifario", lo más probable sería una situación en la que se logren acuerdos comerciales y el incremento de las tasas arancelarias se quede en algo más similar a los últimos anuncios, con un aumento de 10% a nivel global y con China más castigada –incrementos entre el 30% actual y el 60% señalado por Trump en campaña–.

Como hemos defendido desde el inicio del año, las amenazas arancelarias extremas terminarán dando paso a una negociación. De todas formas, y aunque no es nuestro escenario central, no se pueden descartar totalmente escenarios más adversos (como los aranceles anunciados en el *Liberation Day*), que implicarían un deterioro sustancial de las relaciones comerciales, sobre todo entre EE. UU. y China, provocando una desaceleración económica más pronunciada, inestabilidad en los mercados financieros y una respuesta más contundente por parte de Gobiernos obligando a los bancos centrales a intervenir para contener los riesgos sistémicos.

11. Escenarios PIB mundial(*)



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

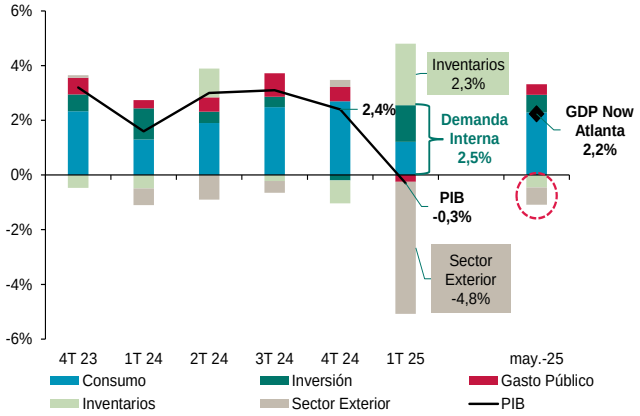
Entre medias, y a la espera de conocer los detalles finales de los acuerdos, la elevada incertidumbre ha resquebrajado la confianza y presionará a la baja el crecimiento en el corto plazo. Por ello rebajamos nuestras previsiones para el PIB mundial previsto.

En nuestro escenario base, seguimos pensando que se evitará una recesión, pero el crecimiento mundial se frenará hasta un avance del +2,5% desde el +3,3% del año pasado (gráfico 11).

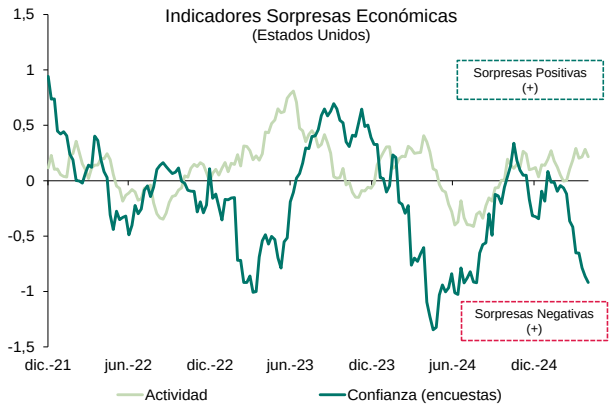
Dada la falta de visibilidad, mientras los mercados intentan valorar el verdadero alcance del daño, el riesgo principal ahora es una parálisis de la actividad por falta de confianza.

De cara a los próximos meses, consideramos que lo relevante ya no será tanto el nivel final de equilibrio de los aranceles, sino la elevada incertidumbre y que la falta de visibilidad termine paralizando las decisiones de inversión y la creación de empleo, factores que terminarían frenando el consumo y el crecimiento económico mundial.

12. PIB Estados Unidos



13. Actividad soportada pero confianza a la baja



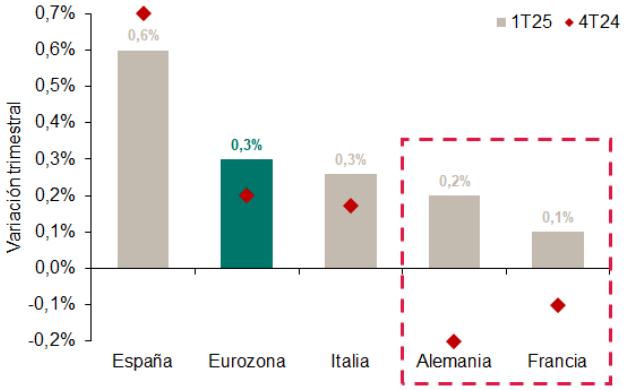
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por el momento los datos macroeconómicos que vamos conociendo muestran elevadas distorsiones, pero no son acordes con un freno brusco de la actividad. Si bien es cierto que el PIB estadounidense se contrajo en el 1T, la primera caída desde 2022, esto se debió al efecto anticipación de las importaciones ante el esperado aumento de los aranceles. En concreto, el retroceso fue del -0,3% trimestral anualizado, pero si excluimos las distorsiones generadas por los flujos comerciales e inventarios, vemos cómo la demanda interna privada (consumo e inversión) ha aportado por sí sola +2,5 p.p. al PIB. Por tanto, los componentes que han explicado esta contracción fueron la caída del gasto público y el aumento de las importaciones, que en ambos casos parecen un reflejo del agresivo cambio de rumbo de las políticas económicas del nuevo ejecutivo.

Como vemos en el gráfico 13, las últimas publicaciones siguen dando sorpresas positivas en cuanto a la actividad. Sin embargo, todos los indicadores de confianza han retrocedido con fuerza y se sitúan en niveles acordes con futuros retrocesos de la actividad. Si este deterioro de la confianza persiste, se aplazarán las decisiones de compra y de inversión, con el consecuente incremento del desempleo.

A pesar de la incertidumbre arancelaria, la zona euro ha comenzado el año con buen pie…

14. Evolución PIB eurozona y principales países



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sus grandes economías han acelerado su crecimiento en el 1T, siendo particularmente relevante el caso de Alemania y de Francia, que lograron abandonar el terreno de contracción económica, avanzando en el trimestre un +0,2% y +0,1%, respectivamente.

También Italia registró un repunte (+0,3% trimestral) y la única excepción fue España (+0,6% trimestral), donde no hubo una aceleración, aunque su economía sigue creciendo a un ritmo superior a la media de la eurozona.

Con ello, en conjunto, el comienzo del año fue favorable y el PIB de la región avanza a ritmos del +0,3% trimestral, situando el crecimiento frente al mismo periodo del año pasado en +1,2%.

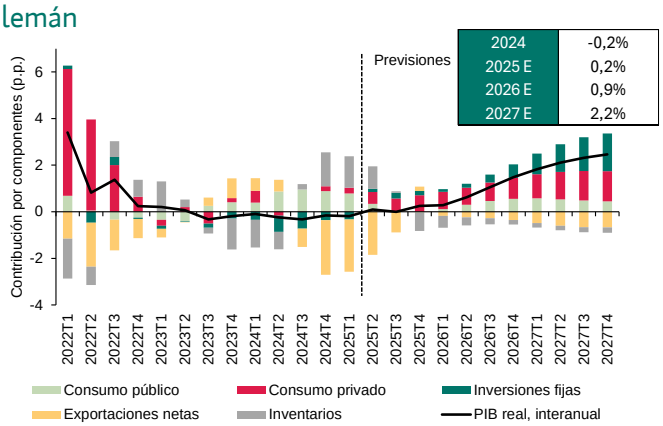
…y de cara a los próximos meses, Alemania liderará la reactivación con la llegada de nuevos estímulos fiscales.

Estas primeras señales de mejora de la actividad en Alemania continuarán en los próximos trimestres.

El ambicioso estímulo fiscal anunciado por el nuevo ejecutivo germano será un fuerte impulso al crecimiento: el programa contempla una inversión de 500.000 M€ en infraestructuras a lo largo de los próximos 12 años, lo que estimamos añadiría al año unos +0,6 p.p. al PIB.

A esto se suma el aumento del gasto en defensa, que se traduce en un impulso adicional estimado entre +0,2 y +0,5 p.p.

15. Previsiones de mejora en el crecimiento del PIB alemán



Fuente: OE y Banca March.

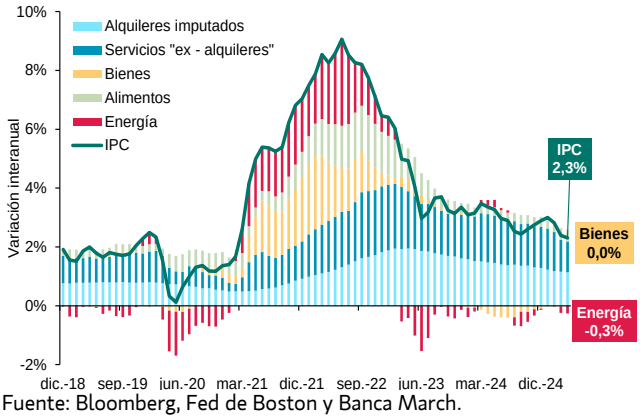
Ambos estímulos comenzarán a desplegarse a partir de la segunda mitad de 2025 y nos llevan a anticipar que Alemania volverá a registrar tasas de crecimiento por encima del +2% a medio plazo.

En el corto plazo, si bien es cierto que Alemania es la principal economía exportadora europea y se vería castigada por la subida de los aranceles americanos –el 9% de sus ventas exteriores se dirigen a Estados Unidos–, también es una economía que se verá muy favorecida por la actual bajada de los costes energéticos –es el sexto mayor importador mundial de petróleo–, por lo que mejorará notablemente la competitividad de su industria.

Los mayores aranceles tensionarán temporalmente la inflación en Estados Unidos…

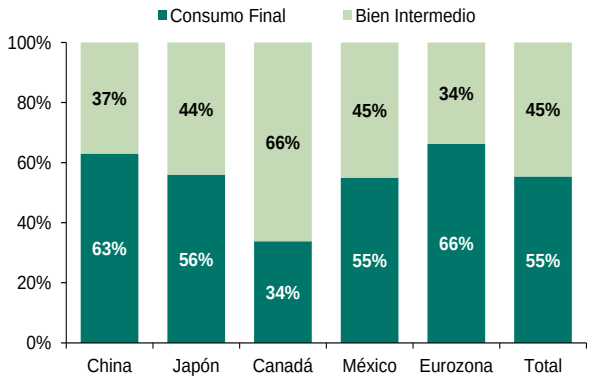
En cuanto a la inflación, consideramos que vamos a ver una divergencia temporal a ambos lados del Atlántico. Por una parte, la imposición de aranceles significará una subida de los costes y de los precios de los bienes de consumo, lo que elevará en mayor proporción la inflación en Estados Unidos. Frente a ello, la reciente caída de los precios del petróleo será un viento a favor que permitirá moderar la inflación, sobre todo en las economías más importadoras de energía (Europa y China).

16. Evolución IPC y componentes (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg, Fed de Boston y Banca March.

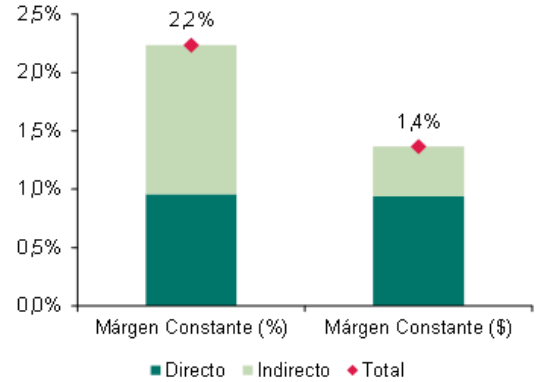
17. Destino de los bienes importados (EE.UU.)



Comenzando en Estados Unidos, las últimas cifras de inflación son positivas y confirman que el impacto de los aranceles se ha mantenido contenido. Con datos hasta abril, el repunte de los precios de los bienes no energéticos es ligero y todavía se concentra en un par de categorías –como ejemplo, los precios de automóviles y varios componentes, así como los de la ropa no han repuntado–, reflejando que, por ahora, el efecto de los aranceles sobre el índice general de precios es limitado (gráfico 16).

A pesar de ello, en los próximos meses veremos un mayor repunte a medida que el incremento de los costes se traslada a los precios al consumo. Como mostramos en el gráfico 17, de media en Estados Unidos el 55% de los bienes importados se destina directamente a consumo final, pero el otro 45% son bienes intermedios. El traspaso de la subida de los aranceles a los precios no es inmediato, dado que funciona como una tasa que debe pagarla, en primer lugar, el importador y, por ello, todavía sigue siendo pronto para que los datos publicados y relativos a abril lo reflejen.

18. Impacto inflación subidas aranceles



Fuente: Fed de Boston y Banca March.

En este contexto, en los próximos meses veremos cómo tanto las empresas minoristas como las manufacturas tendrán que trasladar parte de estos mayores costes para defender sus márgenes.

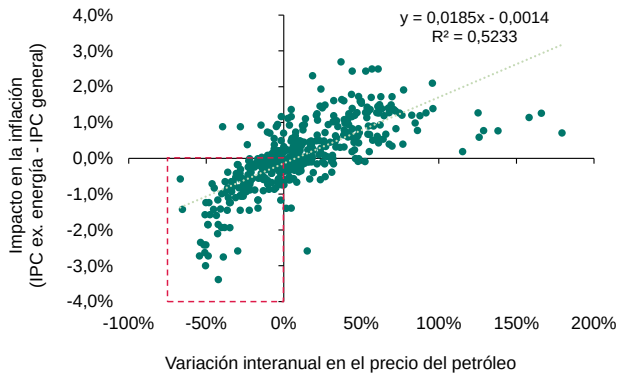
La forma de trasladar los mayores costes definirá en gran medida el impacto final en la inflación: con estimaciones de la Fed de Boston, en un escenario de subida de 60% de los aranceles a China y del 10% al resto de países, la inflación estadounidense se incrementaría entre +1,4 p.p. y hasta +2,2 p.p. dependiendo de si las empresas tratan de mantener constante sus márgenes medidos en valor nominal o como un porcentaje de los costes.

…mientras que, en la zona euro, los menores costes energéticos serán ahora un viento a favor.

Los precios y las exportaciones de energía son puntos muy importantes para las negociaciones comerciales con la Administración Trump. Actualmente Estados Unidos es un exportador neto de petróleo y por tanto su sector energético se beneficia de un precio elevado. Sin embargo, una de las grandes promesas de la campaña de Trump es impulsar una mayor oferta de petróleo y mantener así bajos los precios de la energía. Algo que visto la cotización actual del crudo está logrando, dado que, en el caso del barril de Brent, el precio se encuentra cerca de un 20% por debajo del promedio del año pasado.

Los factores que explican este descenso del precio del petróleo se encuentran principalmente en el incremento de la oferta, dado que, a pesar de la mejora de las perspectivas económicas tras la tregua arancelaria, el precio del crudo no termina de recuperar los niveles máximos del año, en gran parte debido a la decisión de la OPEP+ que inesperadamente revirtió gran parte de sus recortes voluntarios de producción (en mayo han incrementado en 411 mil barriles por día, una subida de producción que volverán a implementar en junio).

19. IPC vs. precios petróleo

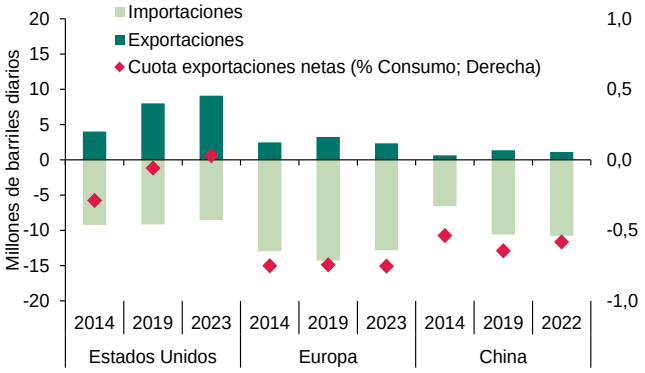


Fuente: Bloomberg y Banca March.

En términos históricos, una caída del -20% de los precios del petróleo suele acarrear un descenso de entre -0,3 y -0,5 p.p. de la inflación en Estados Unidos. Por tanto, aunque la mayor producción de petróleo y la consecuente bajada de los precios que busca la Administración Trump, permitirá en parte reducir el impacto alcista sobre la inflación de la subida de los aranceles, consideramos que el saldo de estas medidas sería negativo para el poder de compra de los hogares estadounidenses dado que pondrá temporalmente una mayor presión al alza sobre la inflación.

Por otro lado, estos menores precios de la energía serán un estímulo adicional a otras economías como las de Europa y China, dado que como vemos en el gráfico 20, al contrario que Estados Unidos, son importadoras netas de energía.

20. Europa y China ganadores con la bajada de los costes energéticos



Fuentes: FMI y Banca March.

BANCOS CENTRALES

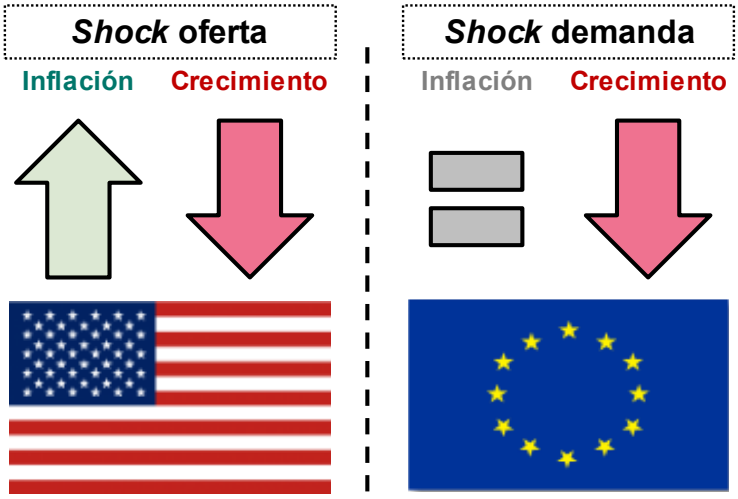
La contenida respuesta europea a los aranceles de Trump plantea recortes de tipos desacompasados entre la Reserva Federal y el BCE.

La guerra arancelaria de Trump generará un *shock* de oferta para la economía norteamericana. En primer lugar, el incremento de las tarifas a las importaciones acarreará en el corto plazo una mayor inflación y, por tanto, unos menores ingresos reales que afectarán negativamente al consumo. Asimismo, la incertidumbre empujará a las compañías a retrasar sus planes de inversión y de contratación.

Este previsible escenario de inflación al alza y crecimiento a la baja obligará a la Reserva Federal a rebalancear los riesgos de una menor actividad y un mayor crecimiento de los precios.

Mientras tanto, la zona euro se enfrenta a un *shock* de demanda que empujará al crecimiento a la baja, sin efectos significativos en los precios por el momento. Por el lado de la actividad, los aranceles impuestos por EE.UU. golpearán a las exportaciones de la región. Asimismo, el hecho de que los Veintisiete aún no hayan tomado represalias mitiga de manera importante la posibilidad de un repunte próximo en la inflación, despejando así el camino a seguir por el BCE.

21. Fed vs. BCE: impacto del *shock* arancelario



Fuente: Banca March.

A pesar de la constante presión política de Trump, la Fed no cederá hasta que la economía muestre claros signos de deterioro. Seguimos anticipando dos recortes de tipos en EE.UU. para 2025.

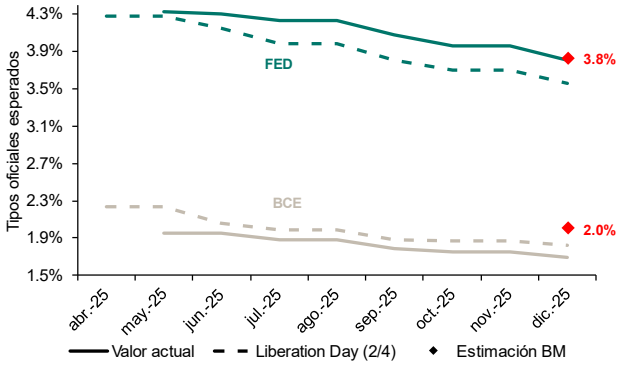
Pese a la insistencia de Trump, consideramos que la entidad presidida por Powell no dará el brazo a torcer a menos que la economía se deteriore de manera repentina. Tras los buenos datos de inflación y empleo de abril y la desescalada con China, la decisión de la Fed de mantener el precio del dinero sin cambios se ha mostrado acertada y el coste de oportunidad de esperar a que los nuevos acuerdos se vayan desarrollando es bajo por el momento.

No hay incentivos a reducir los tipos antes del 8 de julio, fecha en la que termina la moratoria de las tarifas fijadas en el *Liberation Day*, momento en el que la Fed ya contará con una visión más clara del impacto en el ciclo económico. Mantenemos nuestra visión y prevemos únicamente dos bajadas por

parte de la institución estadounidense para este 2025, siendo la primera durante el encuentro del 30 de julio o incluso el del 17 de septiembre.

Sin embargo, el BCE proseguirá su camino. Beneficiado por la ausencia efectiva de represalias comerciales contra EE.UU., la fuerte apreciación del euro frente al dólar y el efecto favorable de los precios de la energía –el Brent cae casi un -20% respecto al año pasado–, proseguirá con la senda de recortes: esperamos una bajada adicional a las tres que ha aplicado desde comienzos de año.

22. Previsiones de tipos oficiales



Fuente: Bloomberg y Banca March.

RENTA FIJA

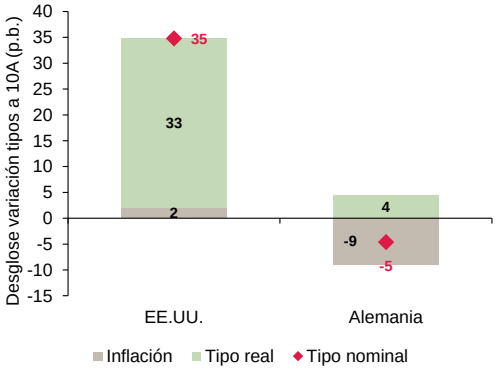
Los tipos norteamericanos a largo plazo no reflejan el previsible impacto inflacionario. Tras haber recogido beneficios en abril, cuando el bono a 10 años alcanzó el 4%, mantenemos una postura más cauta con respecto a la duración norteamericana y nos situamos neutrales.

Uno de los mensajes que nos dejó el esperpento del *Liberation Day* es que, con la llegada de los aranceles, la senda de inflación se verá afectada al alza, al menos en el corto plazo.

Sin embargo, si analizamos el comportamiento del bono a 10 años estadounidense desde el 2 de abril, vemos que el repunte en la rentabilidad exigida se debió a un incremento en los tipos reales y no a unas mayores expectativas de inflación. En números, la inflación promedio esperada para los próximos 10 años se incrementó en apenas +2 p.b.

Mantenemos una postura neutral en duración, con especial cautela en EE.UU. ante el aumento de la inflación que presionará las Tires de la deuda de largo plazo al alza y reducirá la capacidad diversificadora frente a la renta variable.

23. EE.UU. vs. Alemania: variación tipos a 10A desde el *Liberation Day*

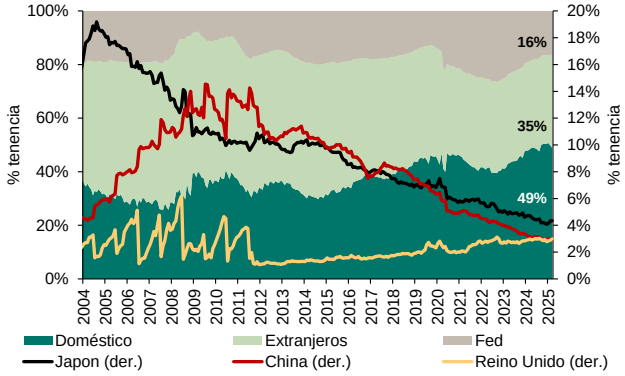


Fuente: Bloomberg y Banca March.

No hay evidencias de que los inversores extranjeros estén desprendiéndose de bonos del Tesoro estadounidense en lo que va de año.

A pesar de la creencia popular, el mal comportamiento de la renta fija soberana estadounidense de comienzos de año no fue impulsado por las ventas de inversores extranjeros. A modo de ejemplo, China, el principal enemigo de la guerra comercial y tercer mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro norteamericano, ha incrementado ligeramente su tenencia en un +1% en lo que va de año. Por su parte, Japón, el participante foráneo más relevante, ha incrementado su participación en un +7%, por encima del +5,7% observado para el conjunto de los tenedores extranjeros.

24. % Tenencia de bonos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: Bloomberg y Banca March.

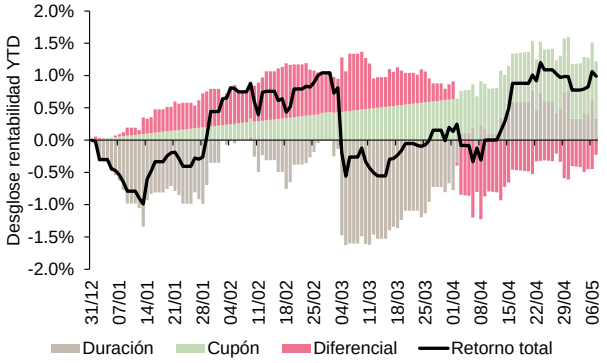
Sin embargo, al analizar un plazo mayor sí que se observa una menor participación de los foráneos en el mercado de bonos soberanos estadounidenses. En los últimos 10 años, este tipo de inversores pasó de poseer el 48% de los bonos del Tesoro totales al 35% actual (-13 p.p.). Este lugar fue ocupado por los inversores locales que pasaron del 33% al 49% (+16 p.p.) en el mismo periodo.

Crédito IG euro: buen comportamiento a pesar de la incertidumbre reciente. La mayor estabilidad en sus retornos lo posicionan como un activo clave en medio de un contexto más volátil.

Mantenemos nuestra preferencia por el IG europeo que vuelve a presentar unos diferenciales atractivos cercanos a su media histórica (110 vs. 129). y que contará con el apoyo de un unos tipos de interés oficiales menos restrictivos de cara a los próximos meses. Dado que los tipos reales de la zona euro (oficiales menos inflación) se aproximan cada vez más al 0%, los inversores deberán buscar alternativas como el crédito europeo que ofrece una Tir del 3,2%, por encima de la inflación esperada del 2%.

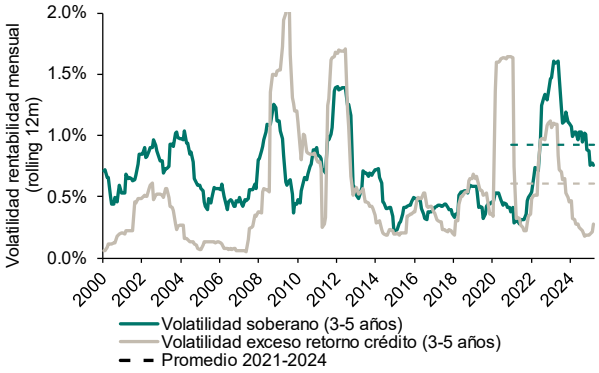
Por otra parte, además del cupón, la mayor duración propia del crédito de buena calidad (4,4 años) en comparación al segmento de HY (2,8 años) ha actuado como soporte en las últimas semanas. La ampliación de los diferenciales tras el *Liberation Day* fue más que compensada por el *carry* y el efecto duración, manteniendo la rentabilidad del IG europeo en positivo a pesar de la mayor volatilidad.

25. IG euro: desglose de rentabilidad



Fuente: Bloomberg y Banca March.

26. Volatilidad de la rentabilidad IG europeo vs. soberano(*)



(*) Exceso retorno crédito: rentabilidad adicional del IG europeo frente al soberano.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Más allá de la rentabilidad ofrecida por el crédito, resulta interesante tener en cuenta que, salvo en momentos de crisis, se ha conseguido con mayor "estabilidad" que la deuda soberana. En los años posteriores a la pandemia, la rentabilidad extra ofrecida por el crédito europeo de buena calidad ha presentado una volatilidad muy inferior a la de su comparable soberano –en promedio, la volatilidad de la renta fija soberana europea desde 2021 a 2024 ha sido 1,5x superior a la del crédito IG–.

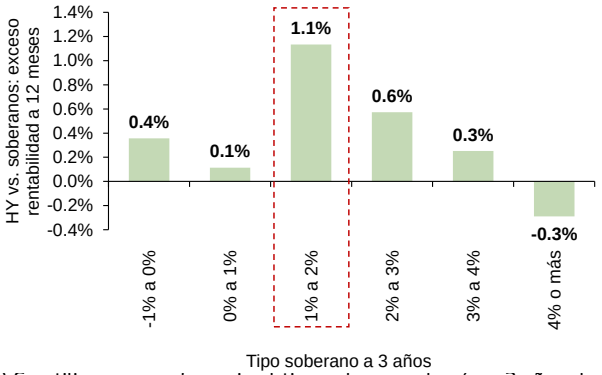
En conclusión, mantenemos nuestra visión positiva con el segmento. Consideramos que tanto el *carry* como la duración seguirán actuando como soporte, compensando el posible deterioro de los diferenciales ante una mayor incertidumbre global.

La caída en las Tires soberanas europeas, consecuencia de una política monetaria más laxa por parte del BCE, obligará a los inversores a buscar otras alternativas como el HY. Mantenemos nuestra posición neutral a pesar de que los fundamentales comienzan a deteriorarse.

Al igual que sucede con el crédito de buena calidad, la caída en los tipos oficiales de la zona euro obligará a los inversores a buscar otras alternativas que ofrezcan una mayor rentabilidad. En el pasado, el HY europeo ha demostrado ser una buena alternativa cuando los tipos soberanos se encontraban en niveles similares a los actuales.

Normalmente, el mejor comportamiento del HY europeo –medido como el exceso de rentabilidad respecto a su comparable soberano– se produce cuando el bono alemán a 3 años –con una duración similar al índice– se encuentra entre el 1% y 2%. En los últimos 20 años, este exceso de rentabilidad fue, en promedio, del +1,1%. Asimismo, la probabilidad de obtener un exceso de rentabilidad positivo en este tramo es superior al 70%.

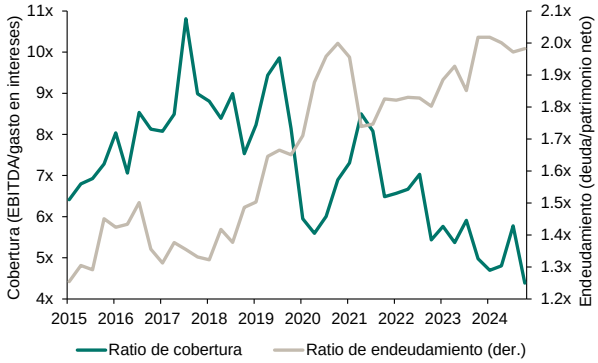
27. HY euro: exceso de rentabilidad frente a soberanos(*)



(*) Se utiliza como referencia el tipo soberano alemán a 3 años dado que posee una duración similar al índice HY europeo.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

De todas formas, dado que los ratios de cobertura y de apalancamiento son más exigentes, preferimos mantenernos neutrales en el contexto actual.

28. Ratios de cobertura y endeudamiento HY euro



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por el lado más negativo, los fundamentales del segmento llevan tiempo deteriorándose, con especial fuerza tras la Covid. A modo de ejemplo, el ratio de cobertura, que mide la capacidad de las empresas de hacer frente al pago de intereses, ha pasado del 8,1x en 2019 al 4,4x actual. En el caso del ratio de endeudamiento –deuda/patrimonio neto–, el cociente de ha incrementado desde 1,7x a 2x.

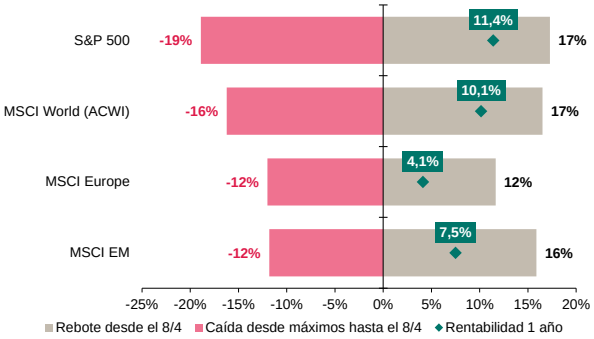
RENTA VARIABLE

Las bolsas se recomponen con energía tras el caos originado en el Liberation Day.

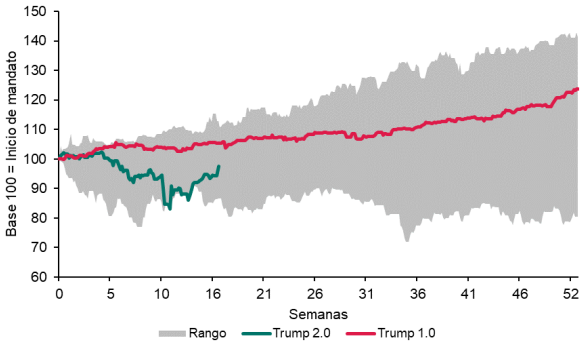
Tras un 1T25 favorable, la renta variable acumula un mes y medio de infarto. Y es que abril comenzaba con bruscas caídas asociadas al *Liberation Day* –pérdidas para el S&P 500 y Nasdaq en dos sesiones del -10% y -12%, respectivamente–, pero luego revertidas tras la posterior suspensión parcial y temporal de aranceles y la tregua comercial EE.UU.-China anunciada el lunes pasado. En el caso del S&P 500, no se veía una recuperación de tal magnitud desde 1982, la última vez que el índice borró una caída del -15% interanual en menos de 6 semanas. Con esta reacción, el selectivo reduce además buena parte del diferencial negativo de su comportamiento vs. el inicio del primer mandato de Trump.

El resultado, un movimiento de ida y vuelta en donde los principales índices recuperan los niveles previos al 2 de abril, impulsados por unas expectativas de crecimiento todavía resilientes, el mencionado alivio en las tensiones comerciales y una temporada de resultados empresariales que encara su recta final con un tono mejor de lo esperado.

29. Caída y rebote índices bursátiles



30. Evolución S&P 500: 1er año de mandato



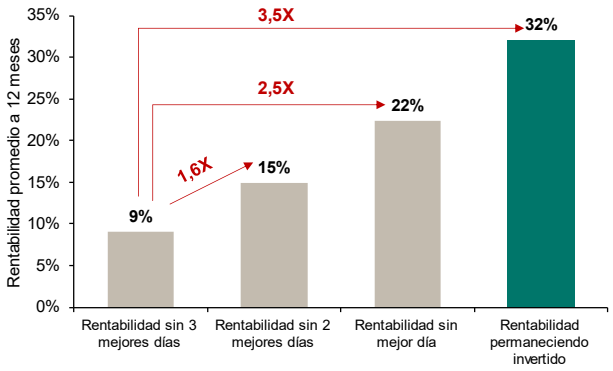
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por sectores, avance unánime en el último mes con tecnología (+21,2%), industriales (+16,9%) y financieros (+14,8%) encabezando la recuperación. En el año, utilities lideran las alzas (+9,8%), seguida de financieros (+8,1%) frente a la caída de tecnología (-6,5%) y consumo discrecional (-5,1%).

Es fundamental mantenerse invertido ante las erráticas declaraciones de Trump. Son caprichosas e impredecibles y perderse el giro del mercado, suele provocar pérdidas irreparables que merman los retornos a largo plazo. Además, los niveles extremos de volatilidad suelen ir asociados a retornos positivos en el medio plazo.

En un entorno volátil como el actual, lo importante es no tomar decisiones precipitadas. Ante los retrocesos, sucumbir y abandonar el posicionamiento en renta variable puede causar pérdidas irreparables. Un ejemplo reciente fue el día 9 de abril, en el que el S&P 500 subió un +9,5% tras la moratoria en las tarifas recíprocas. Los inversores que se perdieron solo ese día habrían perdido prácticamente más de la mitad de la recuperación –habrían conseguido un +9% desde mínimos frente al +19,5% actual–.

31. Rtb. a 12m tras episodios de elevada volatilidad(*)

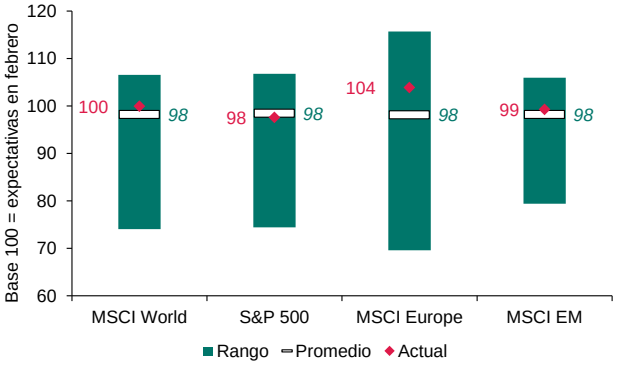


(*) Episodios en los que el VIX estuvo por encima de niveles de 50.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Ante el regreso de la incertidumbre, el inversor debe mantener la visión a medio plazo, ya que las reacciones cortoplacistas del mercado ante la caótica política arancelaria son impredecibles. La historia demuestra que, cuando el VIX –la volatilidad implícita en las opciones del S&P 500– alcanza niveles superiores a 50, como los vistos tras el *Liberation Day*, los retornos a 12 meses suelen ser elevados. Eso sí, siempre que el inversor se mantenga firme y no abandone el mercado. Perderse solo tres de las mejores sesiones tras estos episodios reducen sustancialmente la rentabilidad final.

Aunque las primeras desescaladas de aranceles suavizan el panorama, la incertidumbre persistirá. Los resultados empresariales de 2025 se verán revisados a la baja a medida que los aranceles en vigor comiencen a erosionar el crecimiento en ventas y presionar sus márgenes.

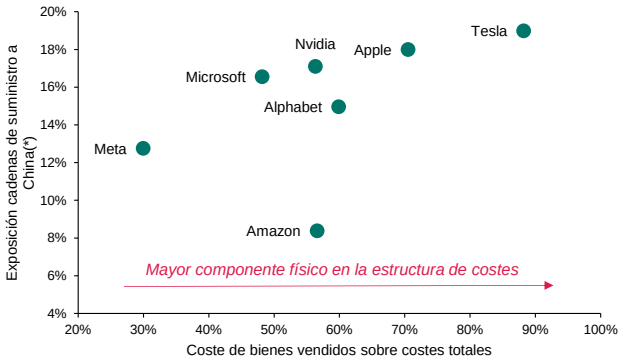
32. Revisiones de beneficios en línea con el promedio histórico a estas alturas del año



Fuente: Refinitiv y Banca March.

Por el momento, las buenas cifras del 1T están compensando las revisiones a la baja de los próximos meses, dejando el cómputo del año intacto. En el caso del S&P 500, al inicio de la temporada de beneficios, se esperaba un crecimiento para el 1T del +8% y hoy esta cifra se eleva hasta el +14%. En el caso europeo, sucede algo parecido: del -3% al +0,4% actual–. Sin embargo, de cara al segundo trimestre, ambas regiones presentarán cifras moderadas (+6,4% y +3% respectivamente).

33. Cadenas de suministro y 7 magníficas

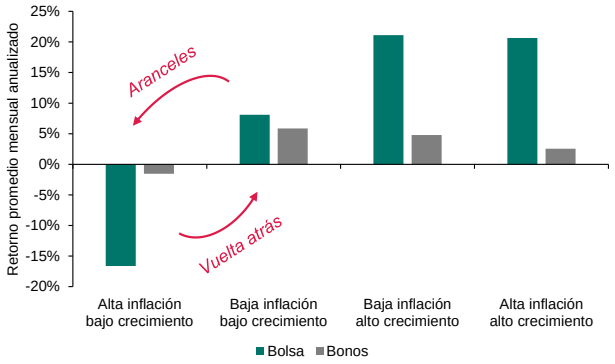


(*) Porcentaje de unidades de producción ubicadas en China.
Fuente: Banca March.

En este sentido, consideramos que el mantenimiento de los aranceles afectará negativamente al crecimiento de las ventas en las empresas de consumo y también a los márgenes de aquellas cuyas cadenas de suministro están ligadas a China y tengan un elevado componente físico en su estructura de costes. Dentro de las 7 magníficas, Tesla es la más expuesta, seguida de Apple. En ambos casos, el coste de los bienes vendidos supone el 90% y el 70% respectivamente, es decir, los elementos materiales de sus productos son una parte sustancial en su cadena de producción, lo que les hace más vulnerables a políticas arancelarias agresivas. En Europa, la exposición a la guerra comercial vendrá por el lado de las ventas. Los sectores más expuestos a Estados Unidos son salud (45% de sus ventas) y el lujo (30%).

Las bolsas toleran peor la inflación cuando se encuentran en un entorno de bajo crecimiento. Con el reciente cambio de postura de Trump, la renta variable descarta un escenario catastrófico y se dirige a un contexto que, sin ser boyante, es positivo.

34. Regímenes económicos y evolución de la bolsa



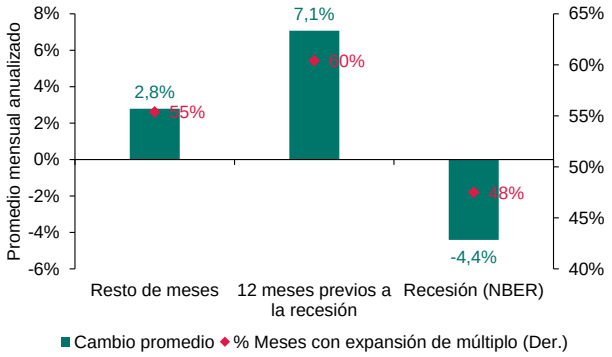
Umbral alto o bajo para el crecimiento y la inflación: +2,5%.
Datos desde 1999.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

El sorpresivo cambio de postura sobre China modifica profundamente el escenario hasta ahora dibujado por la renta variable. Una marcha atrás importante en la escalada con el gigante asiático reduce significativamente las probabilidades de una recesión. Además, como señalábamos anteriormente, unos aranceles reduciéndose y el retroceso en los precios de la energía configuran un panorama inflacionario más benigno. Así, pasamos del peor escenario para los mercados en los últimos 25 años –alta inflación y bajo crecimiento– a un escenario en el que, si bien el comportamiento del PIB seguirá siendo limitado, no se espera un *shock* inflacionista prolongado.

En este tipo de contextos, aunque las bolsas no suelen presentar retornos extraordinarios, sí son positivos. Además, contribuye a la recuperación, por supuesto, el repliegue defensivo de la Administración Trump, que no parece dispuesta a tolerar caídas bursátiles cercanas al -20% –límite que marcaría el inicio de un mercado bajista–. Esto sugiere, que el umbral de dolor máximo tolerable por el actual presidente se sitúa en torno a los mínimos de abril.

Por otro lado, aunque esperamos cierto deterioro en los fundamentales, sin una recesión es complicado pensar que los múltiplos se puedan contraer de manera estrepitosa y acompasada con los beneficios. Por tanto, las actuales valoraciones, aunque elevadas, no serán un catalizador para mayores retrocesos de mantenerse las actuales políticas comerciales.

35. Múltiplos según momentos del ciclo.



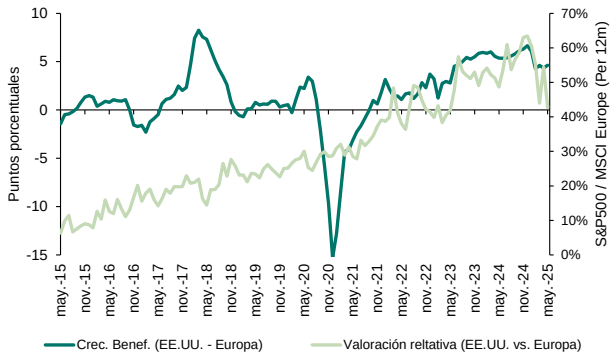
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En conclusión, pensamos que las bolsas presentarán retornos positivos en 2025, aunque no exentos de volatilidad ante ciertos extremos que todavía no se han abordado como los aranceles a fármacos, semiconductores o productos electrónicos. Además, contamos con la ventaja de que sabemos, incluso mejor que antes, cuánto dolor puede soportar el actual Gobierno.

Mantenemos preferencia por Estados Unidos debido a un mayor crecimiento de beneficios, valoraciones relativas más atractivas frente a Europa y una mayor calidad de los negocios.

Las bolsas de Estados Unidos se mantienen por detrás de las europeas en términos de rentabilidad. Actualmente, la diferencia se sitúa en los 8 p.p. en el año, aunque esta brecha se ha ido estrechando desde que se anunciase el pacto entre EE.UU. y China.

36. EE.UU. vs. Europa: beneficios y valoraciones

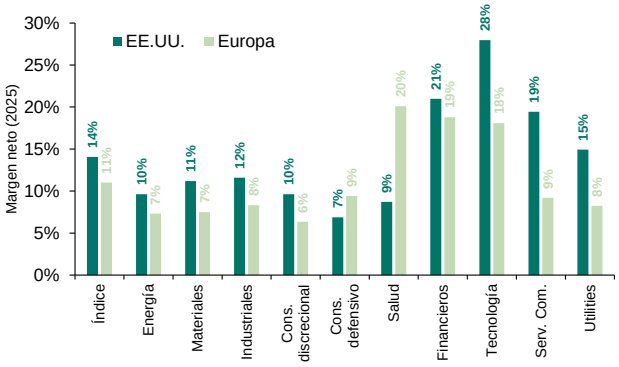


Fuente: Refinitiv y Banca March.

Consideramos que la convergencia en la evolución de la renta variable de ambas regiones continuará a medida que se reconozca la capacidad de crecimiento de beneficios diferencial de Estados Unidos. En este sentido, la reducción en la prima de valoración americana frente a la europea, al mínimo de dos años, no es proporcional al diferencial en el crecimiento de beneficios esperado. En estos momentos, se estima que el aumento de los beneficios de las empresas norteamericanas superará en 5 p.p. al de las europeas a 12 meses, manteniendo la desigualdad en los niveles más altos de la última década.

Una diferencia, que empieza por un crecimiento esperado de ventas mayor –EE.UU (+6%) vs. Europa (+4%)–, explicado en gran parte por el mayor peso de la tecnología en las ventas totales de la región norteamericana –EE.UU. (13%) vs. Europa (3%)–. También contribuyen a incrementar la disparidad unos márgenes que mejorarán algo más en Estados Unidos que en Europa –90 p.b. en EE.UU. y 75 p.b. en Europa–, pero sobre todo unos márgenes netos más altos en Estados Unidos, que son un reflejo de unos negocios de mayor calidad.

37. EE.UU. vs. Europa: márgenes netos



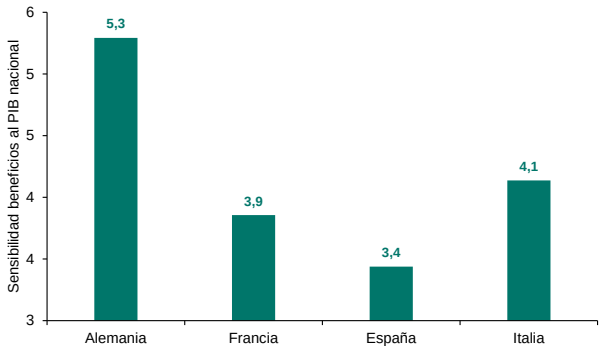
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Por tanto, unas valoraciones relativas más favorables junto con un crecimiento diferencial, basado en una mayor calidad de las compañías americanas, nos hace confiar en que la región estadounidense recuperará el liderazgo bursátil en los próximos meses, apoyado también por otros catalizadores como el recorte de impuestos en la segunda mitad de año.

Alemania continúa destacando como la principal oportunidad dentro del panorama bursátil europeo. El despliegue de los estímulos fiscales impulsará el crecimiento económico y los beneficios de las cotizadas alemanas muestran una sensibilidad superior a la evolución del PIB, en comparación con otros países de la región.

La renta variable alemana mantiene un sólido desempeño en lo que va de año, con una subida del +17% frente al +6% del conjunto de las bolsas europeas. El avance ha estado liderado por sectores cíclicos, especialmente el industrial (+26%) –con un peso importante del sector defensa (Rheinmetall) que aporta casi un quinto de la rentabilidad este año– y el financiero (+30%).

38. Sensibilidad de los beneficios al PIB nacional



Fuente: Eurostat, IBES y Banca March.

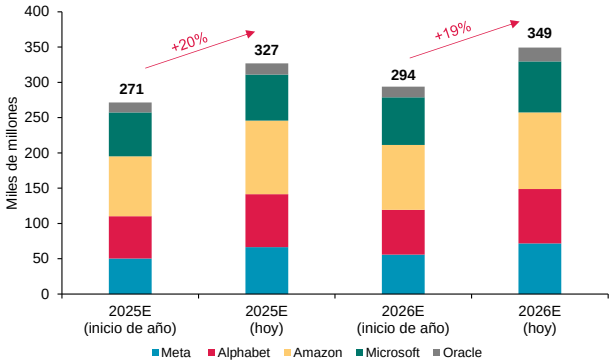
A pesar de los buenos resultados obtenidos hasta ahora, seguimos considerando que la bolsa alemana tiene recorrido en los próximos meses. La llegada de los estímulos económicos permitirá a esta economía retomar la senda del crecimiento, lo que se traducirá en un incremento de los beneficios empresariales. Un desempeño de los resultados que presenta, además, una elevada sensibilidad al PIB: históricamente, por cada punto porcentual de variación del PIB doméstico, los beneficios de las empresas alemanas se mueven en torno a 5 p.p., una cifra superior a la de países como Francia, España o Italia.

En este contexto, con una capacidad fiscal diferencial y un entorno favorable para los beneficios empresariales seguimos confiando en que las cotizadas alemanas se comportarán mejor que las del resto de Europa, incluso a pesar de los posibles efectos a corto plazo de la guerra comercial. Asimismo, las valoraciones actuales están en línea con las del resto del continente – el Per a 12 meses tanto del DAX como del Eurostoxx 50 se sitúa en los 13,6 veces beneficios–. Unos múltiplos que no reflejan el crecimiento diferencial de los resultados germanos para los próximos años.

La tecnología se recupera con fuerza tras las caídas de abril, impulsada por el aumento de las necesidades de inversión prevista por los *hyperscalers*, incluso tras la entrada en juego de Deepseek. Seguimos pensando que el software y la ciberseguridad son las ramas del sector tecnológico mejor posicionadas para capturar los beneficios de la IA y afrontar los desafíos de la guerra comercial.

El sector tecnológico global logra sobreponerse a la revolución tarifaria. Tras acumular un retroceso superior al del índice global en el punto más crítico del *shock* arancelario (superando el -20%), la reducción de la presión sobre China ayudó a dejar atrás los números rojos (+1% en el año), con segmentos como los semiconductores, cuyas cadenas de suministro están estrechamente ligadas precisamente al gigante asiático, con avances del +37% desde el mínimo de abril.

39. *Hyperscalers*: previsiones de *Capex*

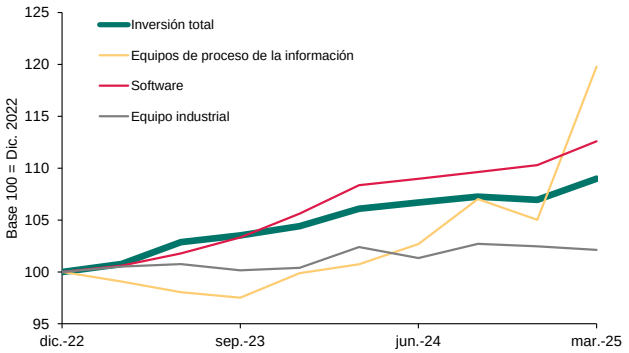


Fuente: Bloomberg y Banca March.

A pesar del entorno cambiante, mantenemos la convicción de que la tecnología, especialmente el software y la ciberseguridad, sabrán adaptarse a las presiones que pueda traer la guerra comercial. En este contexto, los cinco grandes inversores –Meta, Alphabet, Amazon, Microsoft y recientemente Oracle– continuarán buscando aumentar su capacidad computacional con el objetivo de dominar la infraestructura de necesaria para el despliegue de la operativa en IA, obviando la irrupción de Deepseek. Así lo muestran las expectativas de *Capex* para este ejercicio y el siguiente, que no han parado de aumentar desde principios de año.

En la misma dirección apuntan los datos del PIB, donde el componente de inversión –Equipos de proceso de la información– que reúne algunos de los componentes usados para construir los centros de datos se ha incrementado a mayor ritmo que la inversión en general, influido en el reciente trimestre también por el efecto anticipación de los aranceles. Asimismo, la inversión en software mantiene una evolución diferencial y más estable, con un incremento del +13% desde finales de 2022.

40. PIB EE.UU.: evolución de inversión en IA



Fuente: BEA y Banca March.

41. Ciberseguridad: proyecciones de ingresos

Fuente: Bloomberg y Banca March.

En cuanto a la ciberseguridad, los Gobiernos han intensificado su preocupación por las cadenas de producción de aplicaciones software de uso público, exigiendo que dentro de los protocolos de producción se introduzcan consideraciones de seguridad y herramientas para proteger datos sensibles, como establece la reciente *Cyber Resilient Act* de la UE. Además, la explosión de la IA y su uso corporativo, han ampliado la superficie de ataque de los ciberdelincuentes. Debido, por un lado, al aumento en el volumen y la diversidad de datos usados en el proceso de decisión de las organizaciones; por otro, por la aparición de nuevas formas de ataque, lo que incrementa la necesidad de contar, por ejemplo, con soluciones de detección de identidad constantemente actualizadas.

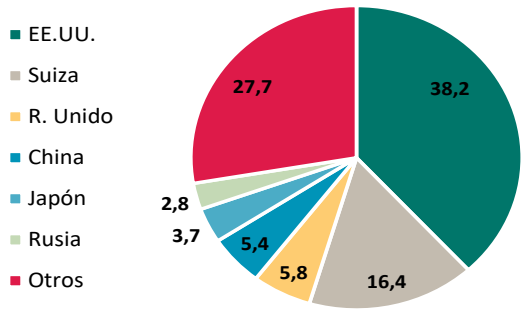
Estos retos que traen la llegada de los modelos LLM y la IA generativa, están llevando a las empresas de ciberseguridad a adoptar modelos de negocio con ingresos más recurrentes, al tener que ofrecer soluciones continuas, menos basadas en controles físicos y más actualizadas. Se espera que en 2033 dos tercios de los ingresos del sector serán recurrentes –cuotas periódicas por un servicio– frente al 40% actual, lo que dotará de más estabilidad al sector y permitirá escalar de manera más eficaz los negocios.

Por todo ello, pensamos que la tendencia a largo plazo de la IA y la ciberseguridad siguen vigentes y, si bien la guerra comercial puede afectar a las cadenas de suministro de algunas empresas, no detiene la inercia a largo plazo.

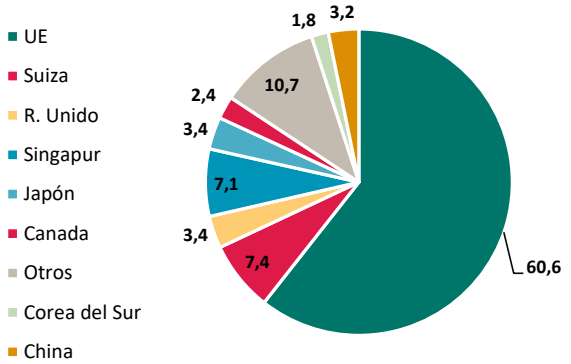
Sector salud: las tensiones comerciales y el nuevo intento de Trump de abaratar los medicamentos ponen a prueba su resiliencia.

El sector apenas avanzó en el último mes (+2,3% vs. +14% del índice MSCI) y su evolución en el año se mantiene en negativo (-2,1%). De fondo subyace la previsión de unas duras negociaciones arancelarias en torno a los productos farmacéuticos, así como la incertidumbre asociada a la orden ejecutiva firmada esta semana por Trump, que persigue reducir el precio de los fármacos. Además, busca reducir el desequilibrio comercial con la UE, que exporta a Estados Unidos hasta tres veces más de lo que importa en productos farmacéuticos, totalizando 120.000 M con su principal socio y siendo el destino del 38% de sus ventas totales. En el caso estadounidense, la UE supuso algo más del 60% del total de sus importaciones de productos farmacéuticos.

42. 2024: principales socios farma UE (% exportaciones)



43. 2024: principales socios farma EE.UU. (% importaciones)



Fuente: Eurostat y Banca March.

En el previsible proceso negociador que se avecina, no hay que obviar cómo las importaciones europeas representan una proporción elevada del consumo aparente estadounidense, cercano al 30%, lo que implica que la imposición de aranceles generalizados al sector podría incrementar los precios de muchos medicamentos producidos en Europa y consumidos en EE.UU.

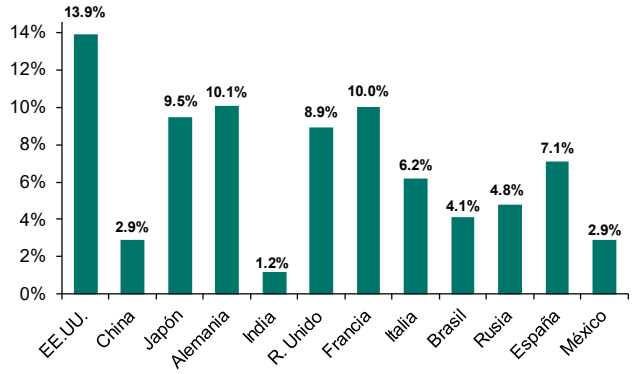
Creemos que la imposición sectorial de tarifas muy onerosas al sector es complicada, dado el estatus especial del que gozan estos productos, la posibilidad de generar una escasez de medicamentos en el mercado o la ya amplia presencia a nivel de infraestructuras, I+D+i, fabricación y ventas de la industria farmacéutica europea en EE.UU., que previsiblemente continuará aumentando.

La guerra comercial se mezcla además con la queja de un gasto farmacéutico doméstico muy elevado, en donde el precio de los medicamentos en EE.UU. se paga en media el triple que en la UE. En este sentido gira la orden ejecutiva firmada por Trump con vistas a reducir de manera significativa el precio de ciertos medicamentos recetados. Según el propio Trump, la política a aplicar de "Nación Más Favorecida", que vinculará los pagos de un medicamento bajo el programa Medicare al precio más bajo pagado por otros países desarrollados, supondrá recortes de precios de entre el 59% y el 90%, sin dar más detalles específicos sobre su implementación.

A esta medida, intentada por Trump en su primer mandato y bloqueada posteriormente por los tribunales, se opone frontalmente la industria farmacéutica al argumentar que podría afectar negativamente a la innovación y al acceso a los medicamentos. Nuestra impresión es que, en la práctica no será fácil reducir el coste de los medicamentos en EE.UU. debido a los obstáculos legales, políticos y la oposición del sector. De momento, el alcance y el mecanismo a aplicar no están claros y siguen sin estarlo tras la orden ejecutiva, aunque se espera que utilice precios de referencia de mercados fuera de EE.UU. para reducir los precios de medicamentos "seleccionados" en los canales gubernamentales.

Motivos para seguir apostando por el sector: valor, crecimiento y defensividad

44. Salud: gasto público mundial (% PIB)



Fuente: OCDE, OMS, Banco Mundial y Banca March.

La volatilidad recientemente vista en el sector ofrece nuevas oportunidades. Destacamos, la demanda estructural existente en torno a los cuidados de la salud, impulsada por el envejecimiento poblacional y la creciente prevalencia de enfermedades crónicas, aspectos que ayudarán a seguir impulsando el gasto público sanitario, sobre todo en economías emergentes. El sector es además un centro de innovación continuo, con avances notables en biotecnología, dispositivos médicos y terapias digitales, sostenido por las aportaciones al I+D+i que son cada vez más elevadas y en EE.UU. se acercan al 30% para los próximos años.

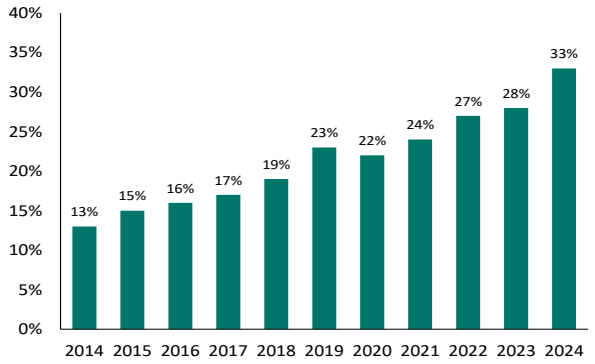
Contamos además con unas valoraciones en conjunto atractivas e históricamente bajas, lo que representa interesantes puntos de entrada para los inversores. Así, el sector global de cuidados de la salud presenta una ratio Per 2025 de 16,7x, un 7% por debajo de su promedio histórico, que recordemos combina con una excelente expectativa de crecimiento de sus beneficios, del +15% a nivel global y por encima del resto de sectores defensivos.

Seguimos positivos con el sector defensa, con previsión de un incremento sustancial del gasto militar estatal que tendrá su reflejo en el sector europeo cotizado.

La invasión rusa de Ucrania marcó un punto de inflexión en el sector de defensa global. El gasto militar mundial alcanzó en 2024 un récord de 2,7 billones de dólares, equivalente al 2,5% del PIB mundial, impulsado por fuertes aumentos en Europa. Y es que, tras décadas de recortes, los países de la OTAN revirtieron la tendencia: en 2024, solo 8 de los 32 aliados no superaron el objetivo del 2% del PIB cuando hace 10 años únicamente lo cumplían 3. EE.UU. sigue liderando el gasto y representa el 60% del desembolso de la Alianza Atlántica.

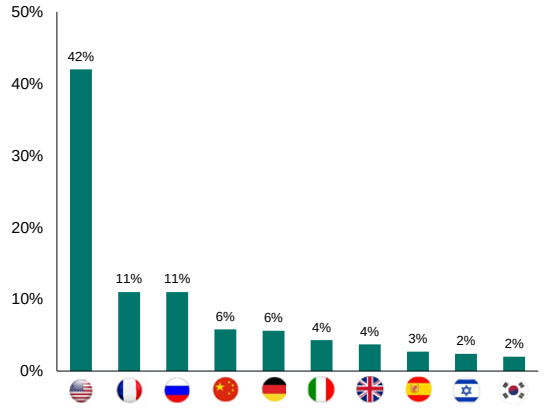
La UE, por su parte, lanzaba el plan "ReArm Europe: preparación 2030", con un presupuesto de 800.000 M€ que buscar reforzar las capacidades y con ya varias naciones planeando elevar sus presupuestos militares hasta el 3% en algunos casos. De hecho, la OTAN pedía hace escasas fechas a los socios un nuevo compromiso: alcanzar en 2032 un gasto por el 5% del PIB; desglosado en 3,5% de gasto militar puro y un 1,5% adicional asociado a infraestructuras y ciberseguridad.

45. Presupuesto defensa países europeos OTAN: gasto en equipamiento (%)



46. Principales exportadores de armas (2019-23)

Cuota de mercado (%)



Fuente: Bloomberg, SIPRI y Banca March.

En este contexto, mantenemos la preferencia por el sector defensa que ha logrado sobreponerse a las caídas del *Liberation Day*, con avances del +23% en el año. A pesar de este buen comportamiento, pensamos que la tendencia permanecerá y veremos nuevas noticias sobre el incremento del gasto militar, principalmente en Europa ante las nuevas normas que excluyen el incremento del gasto militar de los límites de déficit de la Comisión Europea. El mercado reconoce este potencial, y es que el sector cotiza a múltiplos exigentes (27x en EE.UU. y 25x en Europa), pero respaldados por carteras de pedidos récord (+70% desde 2022) y un fuerte crecimiento de los beneficios a 12 meses (+52% en EE.UU., +19% en Europa). En definitiva, las empresas europeas de defensa, apalancadas al rearme de la OTAN y con sólida generación de caja prevista, pueden seguir destacando frente a sus homólogas estadounidenses en este ciclo de inversión.

DIVISAS

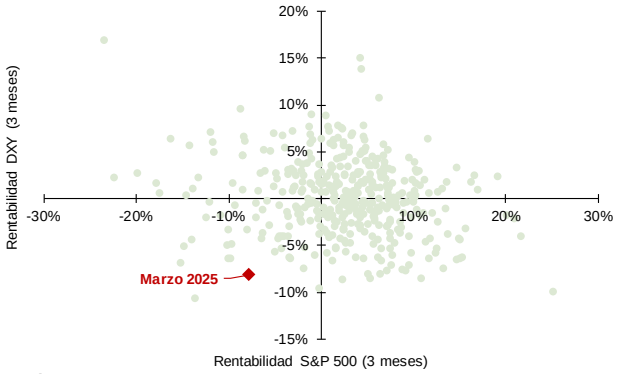
El dólar no ofrece refugio en un entorno en el que EE.UU. esté en conflicto con el resto del mundo.

Pese a su avance reciente, el dólar pierde todavía un -8,5% en el año, en niveles de 1,125 EUR/USD. La incertidumbre asociada a las duras y erráticas políticas comerciales de Trump y unas perspectivas económicas más debilitadas, pesan sobre el dólar.

La depreciación acumulada por el billete verde sorprende en esta ocasión, primero por su aparente pérdida de condición de activo refugio tras la incertidumbre asociada al *Liberation Day*, y luego por su débil progreso mostrado pese a la recuperación de la bolsa estadounidense y la caída de la volatilidad.

Su evolución nos hacer recordar así el retroceso visto en el primer mandato de Trump, cuando llegaba hasta los 1,20 EUR/USD.

47. A diferencia del pasado, el dólar no actuó como refugio en medio de la incertidumbre(*)



(*) Índice DXY: evolución del dólar frente a una canasta de monedas.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

¿Estamos ante una tendencia estructural bajista para el dólar? Muy pronto para saberlo.

Parece así que asistimos a una debilidad estructural del dólar, justificada por su aparente incapacidad de reacción a algunos datos económicos más optimistas, o la comentada recuperación de la renta variable en EE.UU.

En este sentido, y unido al lento pero continuo declive en el peso del dólar en las reservas internacionales, -12 p.p. en 25 años hasta el 57% actual, notamos ahora una tímida repatriación de dinero por parte de inversores extranjeros, que estarían deshaciendo parte de sus 31 billones de dólares en activos financieros estadounidenses –19 billones en bolsa, 7 en deuda pública y 5 en bonos privados–. Tampoco ayuda además que, desde el inicio de la guerra comercial, se haya roto la correlación en el binomio diferencial de tipos y EUR/USD, largamente favorable al dólar.

Con todo, creemos que es pronto para dar por perdida la capacidad de recuperación del dólar, teniendo en cuenta que la Casa Blanca continúa transmitiendo con fuerza el mensaje que: 1) los acuerdos comerciales favorables al mercado podrían ser inminentes –como ejemplos, los acuerdos anunciados entre EE.UU. con Reino Unido y China–. 2) Los recortes de impuestos que apoyen el crecimiento y la desregulación que también están por llegar. En conjunto, una serie de políticas que darían soporte al crecimiento económico de EE.UU. y con ellas a su moneda.

El lío arancelario en Estados Unidos nos hace aumentar la cautela con el dólar, aunque nos mantenemos neutrales. Vemos un rango de 1,10 - 1,17 EUR/USD.

La deriva geopolítica del actual Gobierno estadounidense hace difícil un *rally* en el dólar, que creemos ha perdido parte de su capacidad de valor refugio. Además, el posicionamiento negativo en el mercado de futuros está lejos del extremo visto en 2023 y 2024, por lo que existe margen de presión vendedora sobre el dólar.

Con todo, un diferencial de tipos favorable al billete verde y la confirmación de un aterrizaje suave de la economía, pese a la errática política comercial, podrían en algún momento devolver al dólar parte del brillo perdido. Dentro de nuestra actual neutralidad, incrementamos nuestro rango de actuación a niveles de 1,10 - 1,17 EUR/USD.

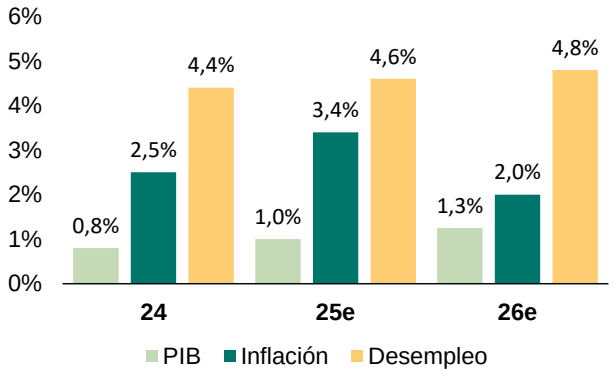
El euro gana terreno frente a la libra británica en lo que va de año.

El euro acumula un avance del +2,1% en lo que va de año frente a la divisa británica, hasta acercarse a niveles de 0,843 EUR/GBP. Las señales de desaceleración económica mostradas por Reino Unido y el anuncio de un acuerdo económico con EE.UU., del que la economía británica no parece haber salido muy favorecido, decantan de momento la balanza a favor de la moneda única.

El Banco de Inglaterra recorta tipos, pero sigue atrapado en el dilema entre controlar la inflación y fomentar el crecimiento económico.

El Banco de Inglaterra (BdI) recortó en -25 p.b. el precio oficial del dinero en mayo, desde el 4,50% hasta el 4,25%, conforme a lo esperado. La decisión no fue sin embargo unánime y evidencia la división dentro del comité sobre el ritmo adecuado de flexibilización de su política monetaria, en un contexto de señales económicas y de inflación mixtas. En el caso de los precios, el último dato conocido de marzo se situó en el +2,6%, descendiendo desde el +2,8% de febrero, pero alejado aún del objetivo del+2%.

48. Previsiones Banco de Inglaterra



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La institución presidida por Andrew Bailey aprovechó además para revisar sus previsiones de crecimiento económico al alza en 2025 hasta el +1% –vs. 0,75% previo–, pero redujo la de 2026 hasta el +1,25% y no espera que la inflación pueda alcanzar el objetivo hasta el año que viene.

Mantenemos el rango 0,82-0,86 EUR/GBP.

Nuestra estrategia para el euro-libra se mantiene. La expectativa de menores recortes de tipos en 2025 por el BdI debería respaldar a la libra, pero el desajuste de sus cuentas públicas y un crecimiento poco dinámico generan preocupación, que a la larga podrán pesar sobre la divisa. Consideramos así oportuno vender en la parte alta del rango, de 0,86 EUR/GBP y buscar oportunidades de compra en niveles de 0,82 EUR/GBP.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:

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

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. Banca March S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.