El falso espejo (René Magritte - 1928).

HOUSE VIEW

MIRAR MÁS ALLÁ DEL HUMO: UN CICLO QUE NO DESCARRILARÁ

BancaMarch

Mirar más allá del humo: el ciclo no descarrilará

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			●		

Aunque el ciclo se encuentra en una fase avanzada y perderá dinamismo, consideramos que no descarrilará.

Uno de los más claros ejemplos de la deriva intervencionista de la nueva administración norteamericana es cómo trata de compensar la acelerada subida de aranceles con fuerzas contrapuestas como son los estímulos fiscales. La implementación de esta heterodoxa política económica provocará alteraciones en la senda prevista, pero consideramos que no será suficiente para que descarrile un ciclo que, como señalábamos en enero: "ha sido capaz de sobreponerse a nada menos que los fuertes desequilibrios que dejó la pandemia, la irrupción de la guerra en Ucrania –causante del mayor *shock* inflacionista desde los años 80–, y los tipos de interés más elevados desde principios del siglo" (ver *Velas Desplegadas para 2025*). Por ello, de cara a los próximos meses, consideramos que es vital abstraerse del ruido y tratar de mirar más allá de la cortina de humo.

Una vez comienza a estar más perfilado el nuevo mapa arancelario, consideramos que se reducirá el potencial impacto negativo de la incertidumbre en las decisiones de los agentes económicos, al descartarse el riesgo de una guerra comercial abierta.

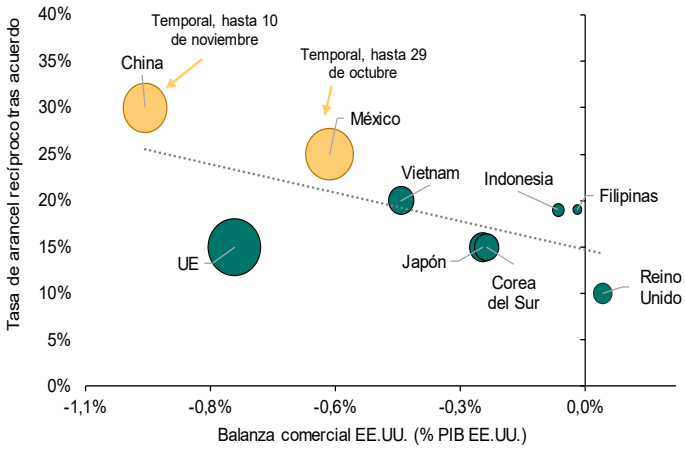
Aunque la subida de aranceles tiene un efecto negativo, las empresas pueden ir acomodándose al nuevo contexto, y el riesgo a una recesión mundial brusca está ahora más contenido.

Trump repliega velas y atenúa la batalla arancelaria, evitando los peores escenarios…

La buena noticia a la vuelta del verano es la constatación de que ya se han firmado acuerdos comerciales, que en conjunto alcanzan el 64% del total de las importaciones estadounidenses –gráfico 1–, un importante avance desde el 16% que teníamos antes del verano.

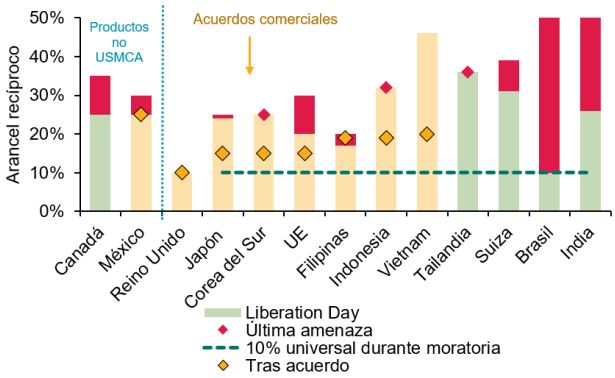
Aún quedan "flecos abiertos", como son cerrar los acuerdos temporales con China y México o las investigaciones específicas a bienes estratégicos, pero desde nuestro punto de vista los riesgos están ahora más contenidos y difícilmente veremos subidas del arancel promedio hasta los estratosféricos niveles de 36% que llegaron a anunciarse en abril *(Liberation Day)*.

1. Acuerdos alcanzan el 64% de las importaciones



Fuente: Bloomberg y Banca March.

2. Aranceles: algunos países salen señalados



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Frente a ello, lo cierto es que el arancel promedio a los bienes importados por Estados Unidos va a ser a partir de ahora muy superior al que había a principios de año (19% actual frente al 2,5%).

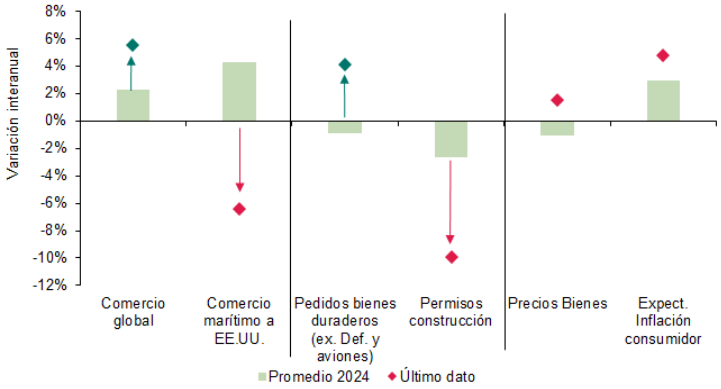
Además, las altísimas tasas aplicadas a algunos países concretos como son Brasil, Suiza o India, van a tener un impacto desproporcionado en el crecimiento de estas economías, que claramente por ahora han salido peor paradas en las negociaciones (gráfico 2).

Por otro lado, es importante tener en cuenta que una cosa es el arancel anunciado y otra muy diferente es lo que realmente se está ingresando: con datos de julio el tipo arancelario recaudado es prácticamente la mitad de lo anunciado (11% vs. el 19% anunciado). Esto se explica en primer lugar porque muchas empresas adelantaron compras antes de la entrada en vigor de los aranceles, pero también por el efecto sustitución que está llevando a un cambio en la composición de las importaciones estadounidenses. De cara a los próximos meses estas dos tasas irán convergiendo, con subidas de los tipos efectivos a medida que las empresas tengan que ir recomponiendo sus inventarios y reanudar sus importaciones, pero también cabe esperar posibles reducciones adicionales en los aranceles anunciados por el ejecutivo Trump conforme se van cerrando acuerdos comerciales con el resto de los países.

…ahora bien, los mayores aranceles están comenzando a impactar en la economía.

La evolución de los principales indicadores macroeconómicos nos apunta a una gradual pérdida de dinamismo, mientras que la inflación se acelera. Una tendencia que es más evidente en Estados Unidos, que, en el corto plazo está sufriendo con mayor intensidad los efectos de su "propia medicina" arancelaria.

3. La actividad se frena y la inflación se acelera



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La inflación estadounidense ha comenzado a repuntar y, en particular, los precios de los bienes están reflejando ya el incremento de los costes: en agosto suben a ritmos del +1,5% interanual cuando en el mismo mes del año pasado retrocedían un -1,8%. En este contexto, los propios consumidores están reajustando al alza y con celeridad sus expectativas. La última encuesta realizada por la Universidad de Michigan arroja una inflación esperada del +4,8%, lejos del +2% objetivo de los bancos centrales.

Menos lineal están siendo los efectos de los aranceles en el comercio que, con datos de julio, a nivel global sigue creciendo a un ritmo robusto del +5,5% interanual, pero donde claramente los intercambios comerciales específicos con Estados Unidos se están viendo castigados: el número de cargueros en los puertos estadounidenses se ha resentido y acumula caídas del -6,4% interanual en agosto, cifra que contrasta con el +4,3% de crecimiento promedio el año pasado.

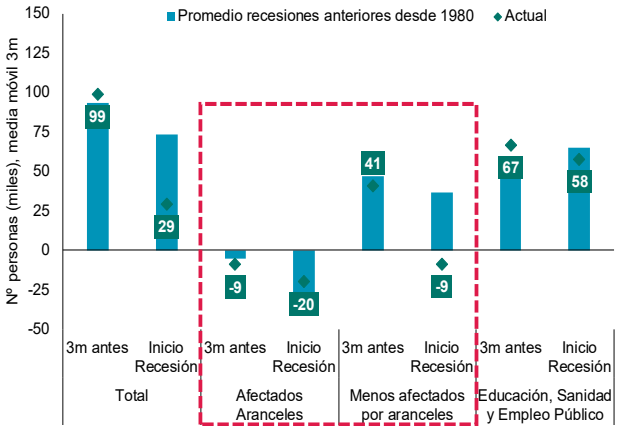
A nivel doméstico, los datos de actividad son algo más mixtos y muestran fuerzas contrapuestas: la inversión, medida como los pedidos de bienes duraderos, sigue en expansión e incluso se ha beneficiado en la primera mitad del año del "efecto anticipación" que llevó a una aceleración de algunas compras antes de la entrada en vigor de los aranceles, pero comenzamos a percibir una desaceleración en sectores cíclicos y ligados a importaciones de materiales como la construcción.

El empleo intensificará su desaceleración…

La ralentización económica está llevando a que uno de los pilares de la fuerte expansión económica de Estados Unidos post-COVID muestre fisuras. Nos referimos al mercado laboral, donde ya hay señales evidentes de que el aumento de la incertidumbre sobre la política económica está generando una parálisis en las nuevas contrataciones.

De media en los últimos tres meses apenas se han creado 29 mil puestos de trabajo y, lo que es más preocupante, tras las recientes revisiones, en junio y por primera vez desde la pandemia, la economía destruyó empleo (-13 mil). Lo que comenzó como un deterioro en sectores más afectados por los aranceles se está extendiendo: industria, construcción, IT y ocio en agregado llevan tres meses consecutivos de destrucción de empleo, algo que solamente suele ocurrir durante recesiones (la última vez fue en 2009). Datos que apuntan a que los mayores aranceles no están dinamizando el empleo sino todo lo contrario.

4. La caída del empleo continúa extendiéndose

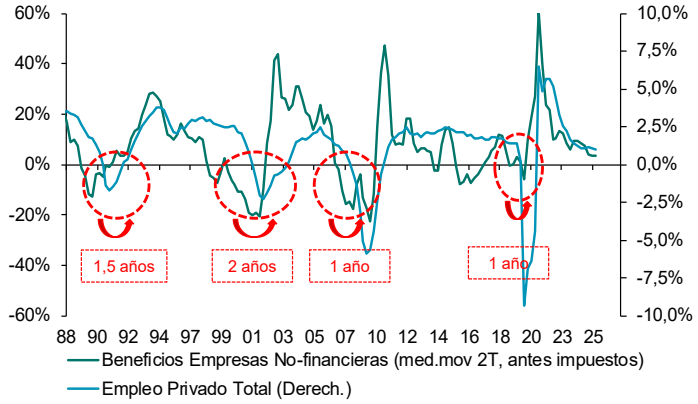


Fuente: Bloomberg y Banca March.

...pero hay factores que darán soporte.

Si bien el visible deterioro de las métricas de creación de empleo no supone un buen augurio y elevan la preocupación sobre la sostenibilidad del crecimiento, consideramos que hay factores que permitirán que la economía siga funcionando en un contexto de baja contratación, pero también con bajos despidos –la proporción de trabajadores despedidos sobre el total de empleados sigue estable en el 1,1%, en niveles similares a la media de los últimos dos años y sin señales de aumento–.

5. Con beneficios creciendo, el empleo aguanta



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Históricamente para que las empresas incrementen los despidos de forma notable, es necesario asistir previamente a una caída de los beneficios empresariales.

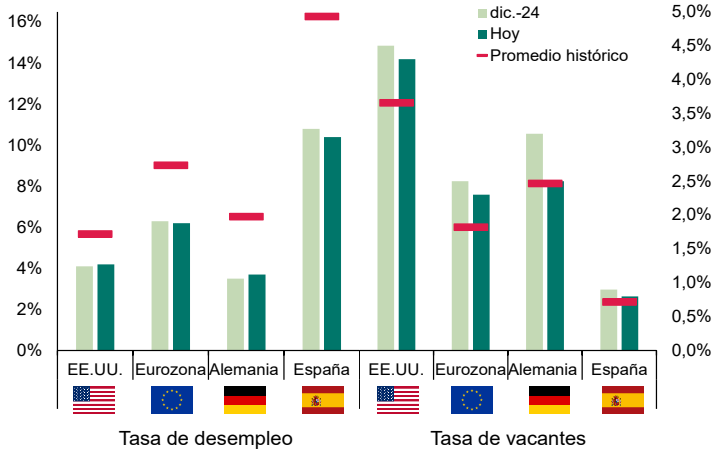
De media, en anteriores episodios de deterioro del mercado laboral, la destrucción de empleo llegó al menos un año después del inicio de la caída de los beneficios empresariales, lo que contrasta con el escenario actual en el que las empresas siguen registrando un sólido crecimiento de sus ganancias (gráfico 5).

Además, nos parece muy relevante que el punto de partida del mercado de trabajo global no es malo dadas las reducidas tasas de paro actuales, que están por debajo de la media histórica, y que sigue habiendo un elevado número de vacantes sin cubrir (gráfico 6). Estos factores inducen a pensar que, si bien los mínimos del paro quedan atrás, las ofertas de empleo sin cubrir son históricamente altas y actuarán de colchón.

Comenzando por Estados Unidos, en los últimos doce meses la tasa de paro se ha incrementado en apenas una décima hasta 4,3%, manteniéndose muy por debajo del 5,7% de promedio histórico. Por el lado de las vacantes, si bien es cierto que han descendido hasta 7,2 millones (un 40% menos que en los máximos de 2022), todavía existe un puesto de trabajo disponible por cada desempleado en la economía.

Una resiliencia similar muestra el mercado laboral de la zona euro, con la tasa de paro en mínimos históricos del 6,2%, confirmando la fortaleza de su empleo.

6. Tasa de paro y vacantes en principales economías (*)

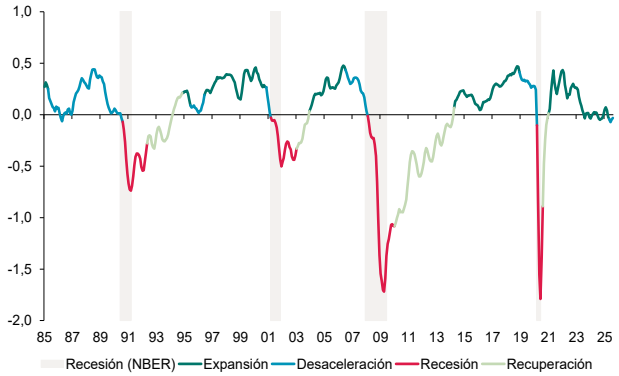


(*) Tasa de vacantes: proporción de la demanda de trabajadores sin cubrir. Vacantes/(Ocupados + Vacantes).
Fuente: Bloomberg y Banca March.

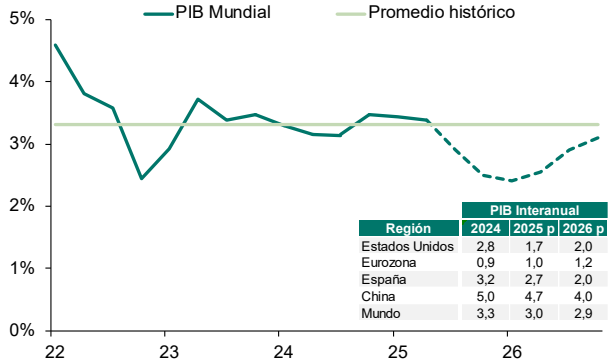
Hacia una desaceleración: el crecimiento mundial se ralentizará, situándose por debajo del promedio histórico.

De acuerdo con nuestro modelo de ciclo, Estados Unidos se encuentra inmerso en un proceso de aterrizaje suave (gráfico 7) que se verá soportado por menores costes financieros con la reanudación del ciclo de recortes de tipos oficiales de la Fed. Por su parte, en Europa, el crecimiento seguirá siendo débil, pero con una aceleración gradual a medida que lleguen a la economía real los nuevos estímulos fiscales de Alemania. Por ello anticipamos una paulatina pérdida de dinamismo, que nos lleva a situar el crecimiento mundial por debajo del promedio histórico en los próximos trimestres (gráfico 8).

7. EE.UU.: entrando en la desaceleración



8. Escenario de crecimiento mundial y regiones



Región	PIB Interanual 2024	2025 p	2026 p
Estados Unidos	2,8	1,7	2,0
Eurozona	0,9	1,0	1,2
España	3,2	2,7	2,0
China	5,0	4,7	4,0
Mundo	3,3	3,0	2,9

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

Desde nuestro punto de vista, a pesar del confuso escenario geopolítico y los evidentes riesgos a la baja para el crecimiento mundial, hay 3 vectores que ayudarán a que el ciclo actual aterrice suavemente.

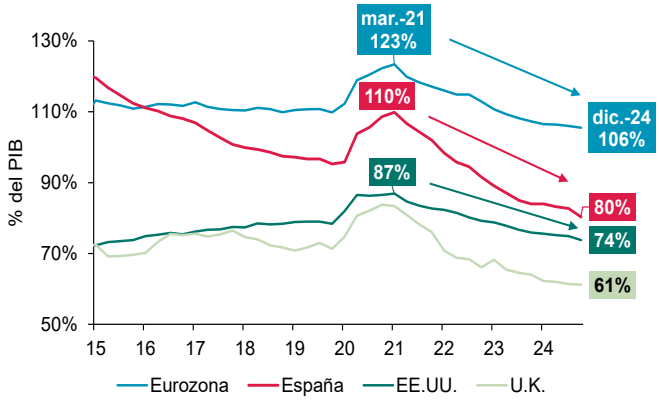
Existen tres factores estructurales que actuarán de soporte:

1. El endeudamiento privado es contenido y los hogares tienen capacidad de gasto

La deuda del sector privado, que agrupa a las empresas y los hogares, se mantiene en niveles estructuralmente moderados en proporción al PIB y bastante por debajo de la registrada antes de la Gran Recesión de 2008. Concretamente en el caso de las empresas, el apalancamiento dibuja una tendencia descendente desde el impacto de la COVID-19, alcanzando mínimos no vistos en más de una década. Esta evolución es especialmente evidente en la eurozona y más aún en España, que partía de niveles superiores (120%) y ha logrado reducirse por debajo del 80%.

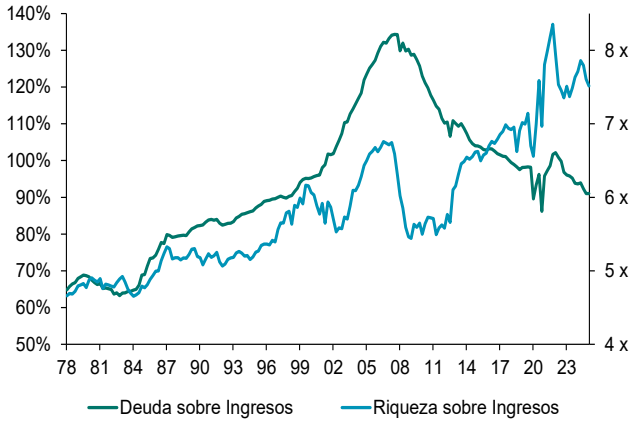
En cuanto a los hogares en EE.UU., su situación financiera se encuentra saneada: la deuda está prácticamente en mínimos mientras la riqueza se encuentra cerca de máximos de más de 25 años. Por un lado, el endeudamiento de las familias americanas representa ahora menos del 90% de sus ingresos, una ratio muy diferente al 130% previo a la recesión de 2008. Por la otra parte, la revalorización de los activos financieros ha impulsado el patrimonio de los hogares hasta cifras próximas a niveles récord: en EE. UU., la riqueza acumulada supera en 7,5 veces sus ingresos.

9. Deuda de empresas no financieras sobre el PIB



Fuente: Bloomberg, BIS y Banca March.

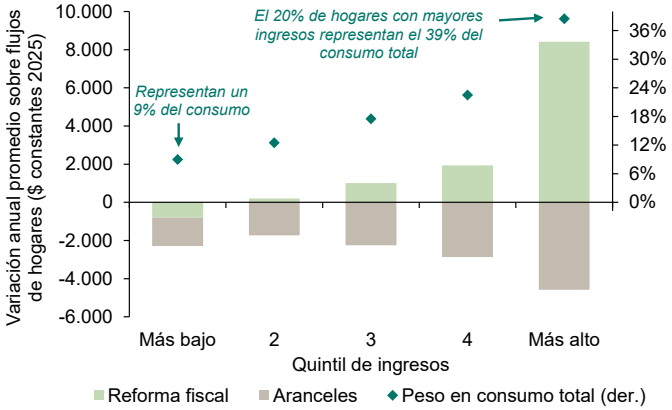
10. Riqueza y deuda de los hogares en EE.UU. sobre ingresos



Los hogares con mayores ingresos serán los menos penalizados por los aranceles y los más beneficiados de la reforma fiscal, y ayudarán a que el consumo se mantenga soportado.

Los hogares estadounidenses experimentarán el impacto combinado del coste de los aranceles y la reforma fiscal, sin embargo, el efecto de estas medidas será desigual según el nivel de renta.

11. Efecto sobre los hogares según quintil de ingresos



Fuente: The Budget Lab at Yale y Banca March.

Por un lado, los aranceles actúan como un impuesto regresivo, afectando con mayor intensidad a las familias con menores recursos. Estos hogares con menor nivel de renta destinarán cerca del 3% de sus ingresos al pago de aranceles, mientras que las familias pertenecientes al 20% con mayores ingresos apenas dedicarán un 1,2% de su renta.

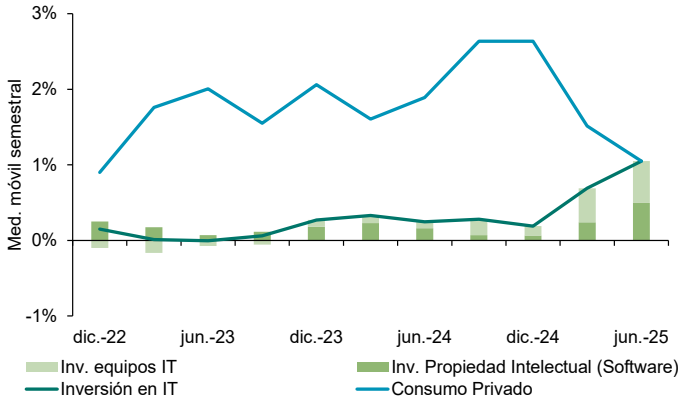
En este sentido, la "Gran y Hermosa" ley fiscal también penaliza directamente a los contribuyentes de menores ingresos como consecuencia de las mayores restricciones de acceso a Medicaid y los recortes a programas de asistencia alimentaria, mientras que las rebajas de los impuestos favorecen principalmente a los hogares de mayores ingresos y a los empresarios, quienes, en promedio, aumentarán su renta disponible en 8.400$ anuales.

Si combinamos el efecto de los aranceles y la reforma fiscal, observamos que el único grupo que experimentará una variación positiva en sus flujos anuales es el de las rentas más altas. Precisamente este segmento de la población es el que representa una mayor proporción sobre el consumo total (40%), de manera que la combinación de estas políticas económicas actuará como impulso y será clave para sostener el crecimiento del consumo.

2. El trascendental impacto de la revolución tecnológica vigente…

La economía se está transformando de forma acelerada impulsada por la revolución tecnológica. Uno de los mejores ejemplos de la velocidad de este cambio y su creciente importancia la encontramos en la mayor economía del mundo. Con datos agregados del primer semestre, la aportación conjunta al crecimiento del PIB de Estados Unidos de la inversión relacionada con la tecnología ha superado ya la contribución del consumo privado.

12. Por primera vez la inversión en IT aportó lo mismo que el consumo



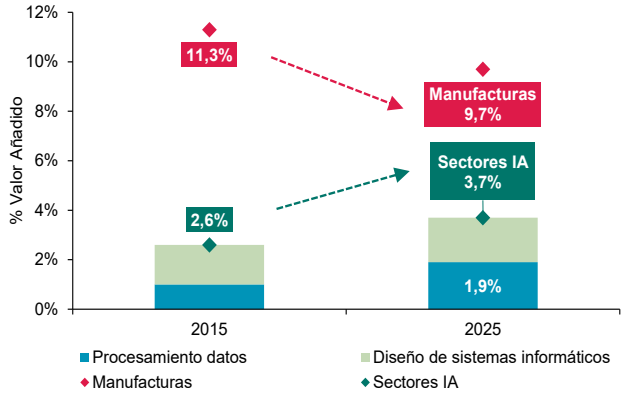
Fuente: BEA, Bloomberg y Banca March.

Como vemos en el gráfico, durante la primera mitad del año estas dos partidas de la inversión (física, a través de equipos de IT y, en propiedad intelectual, a través de software) han aportado +1 p.p. de media al crecimiento del PIB, igualando al "todopoderoso" consumidor americano. Esta aceleración se debe principalmente al notable ritmo de crecimiento de la inversión en software que registró un avance promedio del +30% en el semestre.

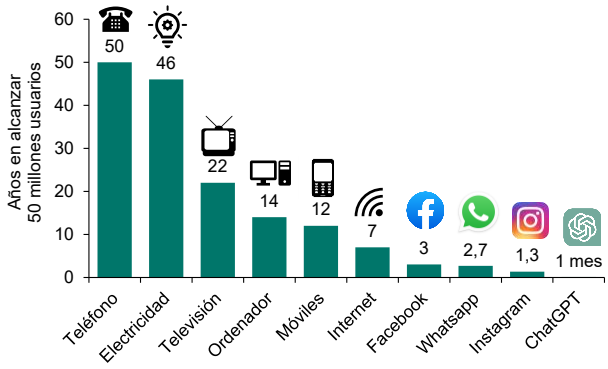
Otra forma de medir la importancia que ya tiene actualmente esta transformación sería desglosando la aportación al PIB por industrias. En este caso, llegaríamos a dos importantes conclusiones: la primera, es que se confirma la velocidad de este cambio, puesto que, en la última década, la denominada "industria del futuro" (procesamiento de datos y diseño de sistemas informáticos) ha multiplicado su peso dentro de la economía por 1,4x.

Hemos pasado de bienes físicos tradicionales –que requerían infraestructuras, capital intensivo y fuerza laboral– a una era digital en la que las aplicaciones de software pueden descargarse y difundirse globalmente en cuestión de segundos. La comparación resulta reveladora: mientras que el teléfono tardó 50 años en alcanzar los 50 millones de usuarios, *ChatGPT* lo logró en apenas un mes.

13. La "industria del futuro" seguirá ganando importancia



14. Rapidez de adopción de nuevas tecnologías sin precedentes



Fuente: BEA, WEF y Banca March.

Algo relevante sin duda, pero que no nos debe hacer obviar el potencial todavía existente: esta sería la otra conclusión y la que consideramos realmente importante y es que, a pesar de este fuerte crecimiento, la "industria del futuro" todavía representa menos de un 40% del peso actual de la manufactura, lo que nos da una medida del potencial de desarrollo que quedaría por delante (gráfico 13).

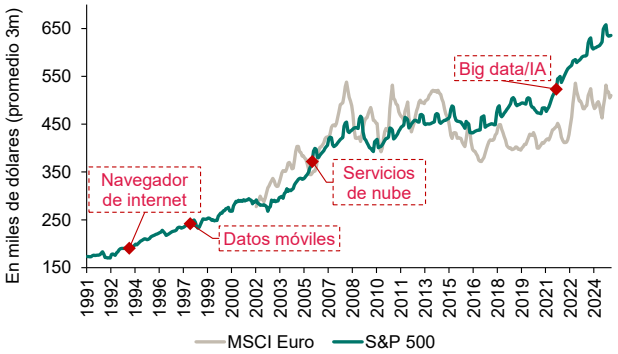
…y su carácter de dinamizadora de la productividad.

Históricamente, la introducción de innovaciones tecnológicas suele acarrear una aceleración de la productividad. Buen ejemplo de ello es el avance promedio de la productividad en EE.UU. durante las décadas de los 90 y los 2000 –impulsado por la incorporación de internet y servicios en la nube– del +2,3% y +2,8%, respectivamente. Sin embargo, a partir de 2010, en un periodo de estancamiento en la revolución tecnológica, el crecimiento de la productividad se desaceleró a apenas un +1,1%.

Desde el 2020, con el desarrollo de la inteligencia artificial generativa, el crecimiento promedio ha vuelto a situarse en torno al +2,4%. No obstante, este repunte aún no refleja el potencial total de la IA, que todavía se encuentra en una fase de "gestación". Actualmente, solo el 20% de los empleados estadounidenses utiliza herramientas de IA alguna vez por semana, el doble que en 2023.

Todo ello, nos permite anticipar que la actual revolución tecnológica y, en particular, la adopción y creciente uso de herramientas de inteligencia artificial llevará aparejado –como en el pasado– una nueva ola de incremento de la productividad y, por ende, de mayor crecimiento económico.

15. Un impulso destacado de la productividad en EE.UU. (ventas por empleado)



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Frente a ello, existen dudas sobre el efecto de estas herramientas en la otra gran partida que define el crecimiento económico como es el empleo. Desde 2022 con la irrupción de *ChatGPT* que nos introdujo la IA generativa en nuestra vida cotidiana, millones de personas interactuamos a diario con sistemas capaces de redactar textos, responder a preguntas, traducir idiomas y generar contenidos casi como si de un humano se tratara.

Debido a la velocidad a la que se están integrando estas herramientas en cada vez más sectores, una visión pesimista nos llevaría a concluir que, indudablemente, serán necesarios menos trabajadores y que se destruirá empleo a medio plazo, lo que afectaría negativamente el crecimiento económico. Todavía es pronto para tener datos empíricos sobre este proceso y formar una opinión contrastada.

Ante esta dificultad, consideramos que mirar al pasado puede ayudarnos a comprender el presente: según un estudio realizado por McKinsey & Company, entre 1970 y 2015 los ordenadores destruyeron 3,5 millones de empleos en Estados Unidos, en su mayor parte relacionados con la mecanografía, la contabilidad y la auditoría. Sin embargo, en ese mismo periodo, los ordenadores también crearon 19,3 millones de puestos de trabajo en otros sectores, como diseñadores de software o manufacturas de equipos informáticos que antes apenas existían. El saldo según este análisis sería por tanto de una ganancia neta de 15,8 millones y que el total de empleados en la economía siguió creciendo.

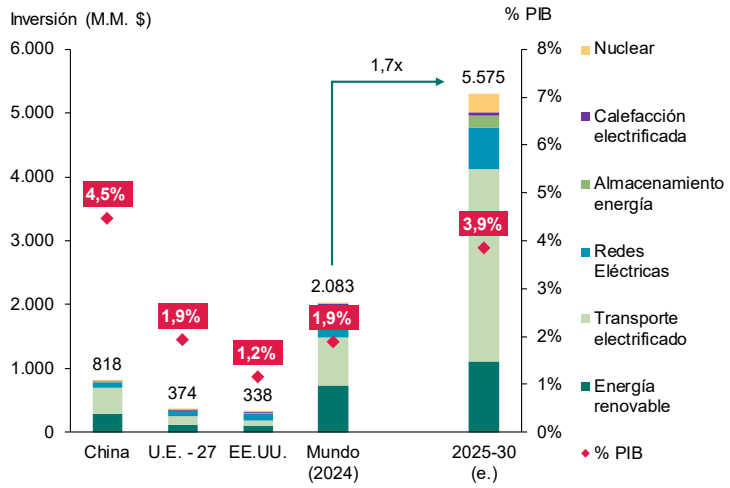
3. Mayor consumo eléctrico y la necesidad de abordar una "transición energética" que permita a muchos países ser menos dependientes de las fuentes fósiles incrementará notablemente la inversión que, en 2030, representará cerca del 4% del PIB global.

La sociedad y la economía demandan cada vez más energía, lo que requerirá una respuesta amplia. El último informe de la Agencia Internacional de la Energía muestra cómo los flujos de capital hacia el sector energético alcanzarán este año un récord de 3,3 billones de dólares. De esta cifra, cerca de 2,2 billones se canalizarán a la transición energética (renovables, nuclear, mejora de redes eléctricas, almacenamiento y electrificación), el doble de lo que se destinará a los combustibles fósiles. Estos datos ayudan a poner en perspectiva la dimensión de la actual transformación y evidencian la necesidad de impulsar inversiones en toda la cadena de producción y distribución de la energía para afrontar este reto.

Los motores de esta mayor inversión provienen de dos grandes vectores: por una parte, las principales potencias económicas se enfrentan a grandes retos estratégicos –China y Europa necesitan reducir su dependencia externa y mejorar su "seguridad energética" y, por ello, deberán duplicar sus inversiones–. Por otro lado, a nivel global –y en Estados Unidos en particular–, el desarrollo de la IA creará necesidades energéticas adicionales muy elevadas. Para 2030, las estimaciones del FMI apuntan a que la demanda energética proveniente de centros de datos será similar al consumo actual de todo un país como India.

Si nos centramos en las denominadas tecnologías de "transición energética", la inversión se ha acelerado rápidamente y, a cierre del año pasado, el total de capital destinado más que duplica lo registrado antes de la pandemia, representando ya cerca del 2% del PIB mundial. El rápido crecimiento del gasto en transiciones energéticas durante los últimos cinco años se inició con los paquetes de recuperación tras la pandemia y luego se mantuvo gracias a una serie de consideraciones económicas, climáticas y de seguridad energética.

16. La inversión en transición energética se acerca ya al 2% del PIB mundial



Fuente: BNEF, FMI y Banca March.

Como vemos en el gráfico, alrededor del 60% del gasto provino de los importadores netos de combustibles fósiles (China y Europa), algo que seguirá incrementándose en los próximos años. Otro 16% procedió de Estados Unidos, donde si bien las políticas del actual Ejecutivo son menos proclives a algunas de estas tecnologías emergentes, la economía sigue inmersa en la carrera tecnológica, lo que elevará las necesidades energéticas y, más específicamente, de electricidad.

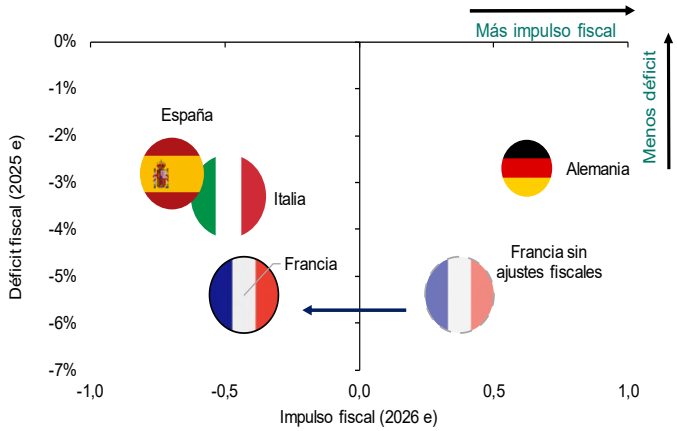
En el próximo lustro, la transformación energética seguirá jugando un papel fundamental. El rápido aumento de la demanda de electricidad –para los centros de datos y la inteligencia artificial, unido a la creciente movilidad eléctrica–, moldeará las tendencias de inversión. Hace diez años, las inversiones en el suministro de combustibles fósiles superaban en un 30% a las destinadas a la generación de electricidad, las redes y el almacenamiento. Hoy en día, las posiciones se han invertido y, de cara a 2030, se espera que la inversión se multiplique por 1,7x, superando los 5,5 billones de dólares, lo que representaría cerca del 4% del PIB global.

El renacer de la vieja Europa.

La actividad ha perdido dinamismo a lo largo del año y, aunque el crecimiento del primer semestre en su conjunto fue positivo, estuvo marcado por dos periodos muy diferenciados: el PIB se expandió un +0,6% trimestral en el primer trimestre para seguidamente desacelerarse hasta +0,1% en el segundo, a medida que los efectos de los aranceles penalizaron las exportaciones.

Tras estos datos, llegó el acuerdo comercial con Estados Unidos, que consideramos ayudará a reducir los niveles de incertidumbre de los empresarios de la región. El pacto alcanzando durante el verano establece una tasa general del 15%. Además, el Ejecutivo de Trump se ha comprometido a no imponer aranceles superiores a ese porcentaje sobre exportaciones tan importantes para la zona euro como fármacos o automóviles y sus componentes. El caso específico de los automóviles estaba sujeto a que la UE eliminase los aranceles sobre los bienes industriales estadounidenses y concediese acceso preferente a productos agrícolas y mariscos. Una vez cumplidas estas condiciones por parte de la UE, se ha confirmado que los automóviles europeos estarán sujetos a un arancel del 15%, con efecto retroactivo desde el 1 de agosto, frente al 27,5% que se aplicaba anteriormente (25% + 2,5% previo a Trump 2.0). Asimismo, quedan exentos de gravámenes norteamericanos las aeronaves y fármacos genéricos procedentes de Europa.

17. Salvo Alemania, la capacidad de expansión fiscal es limitada



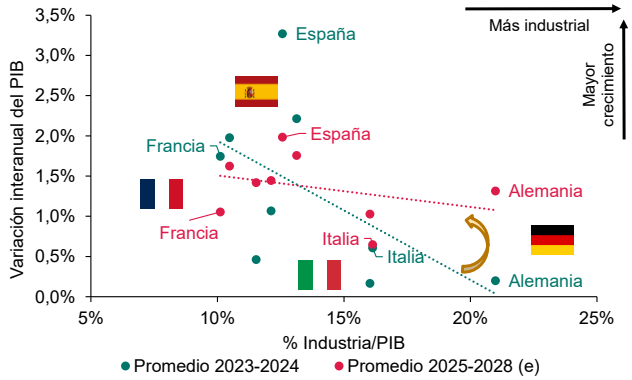
Fuente: Bloomberg, O.E. y Banca March.

En el corto plazo, la economía de la zona euro mantendrá un crecimiento lento y con dificultades estructurales para ajustar sus cuentas públicas. El mejor ejemplo de ello es lo visto en Francia en septiembre, donde el Gobierno terminó dimitiendo al no conseguir aprobar sus reformas. Ahora, el nuevo primer ministro, Lecornu, tiene que presentar y conseguir aprobar unos nuevos presupuestos para 2026. El anterior ejecutivo planteaba recortes de 44.000 M€ para reducir el déficit y contener el aumento de la deuda pública (que asciende al 113% del PIB).

Este nuevo episodio de tensión muestra una vez más la dificultad de avanzar en reformas estructurales dentro de la región. Sin embargo, nuestro escenario de aceleración gradual se basa en el cambio inducido en las políticas de defensa por el giro de Estados Unidos en la OTAN y, sobre todo, porque consideramos que Alemania (la vieja locomotora europea) sí tiene una capacidad diferencial de estímulo fiscal.

A nivel comunitario, el plan "EU Readiness 2030" contempla un espacio fiscal de 650.000 M€ para gasto en defensa y 150.000 M€ destinados a préstamos (SAFE). Se prevé que la UE gaste ya este año un récord de 381.000 M€ en defensa, lo que supone un incremento interanual del 10%.

18. Tras años de estancamiento, la industria se reactivará (*)



(*) Industria manufacturera excluye construcción.
Fuente: O.E. y Banca March.

A ello se unirá el ambicioso estímulo fiscal anunciado por el nuevo ejecutivo germano que consideramos 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.

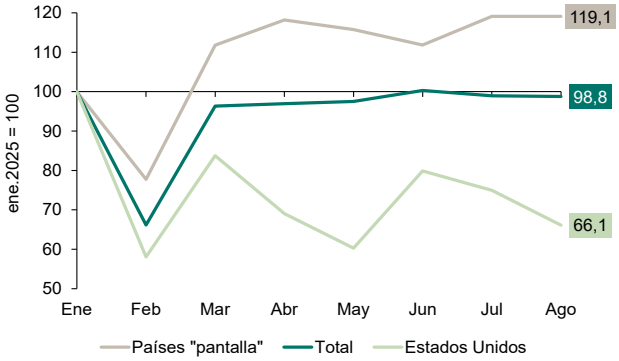
Ambos estímulos comenzarán a desplegarse a partir de la segunda mitad de 2025 y nos llevan a anticipar que Alemania volverá a registrar tasas de crecimiento por encima del +1,5% a medio plazo. Al contrario de lo visto en la salida de la COVID, donde los servicios fueron el motor, ahora le toca liderar esta reactivación a las economías más industriales, con Alemania a la cabeza.

China: tocada, pero no hundida. El sector exterior permanece estable a pesar de los aranceles, pero el mercado inmobiliario continúa siendo uno de los principales lastres.

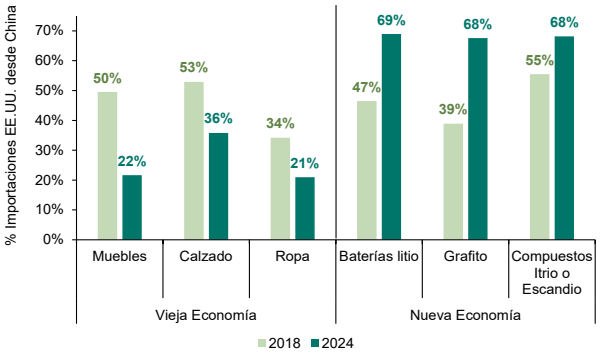
China ha conseguido sobreponer su actividad exportadora a los primeros efectos de la agresiva subida de aranceles estadounidenses. Recordemos que, desde febrero hasta mayo –cuando se firmó la moratoria temporal–, fue el socio comercial más castigado. El incremento de los gravámenes sobre el gigante asiático, actualmente del 30%, se ha traducido en una caída del -34% en las exportaciones de agosto hacia Estados Unidos desde comienzos de año.

Sin embargo, este desplome apenas ha repercutido en el total de exportaciones chinas, que se han mantenido estables respecto a los niveles previos al inicio de la guerra comercial. Esto se debe a que ha logrado redirigir sus flujos comerciales hacia otras regiones, compensando las pérdidas con aumentos en mercados alternativos como Europa (+10%) o ASEAN (+23%). En este contexto, destaca el notable crecimiento de las exportaciones hacia países del sudeste asiático como Taiwán, Indonesia y Vietnam, cuyo agregado ha aumentado en un +20% con respecto a los niveles de enero. Estas regiones podrían estar actuando como intermediarios comerciales, facilitando la reexportación de productos chinos hacia Estados Unidos, lo que facilitaría sortear las restricciones arancelarias.

19. Exportaciones chinas: pierden protagonismo en EE.UU., pero conservan su posición a nivel global



20. Cambio de perfil exportador de China EE.UU.: de bienes de consumo a productos estratégicos (*)



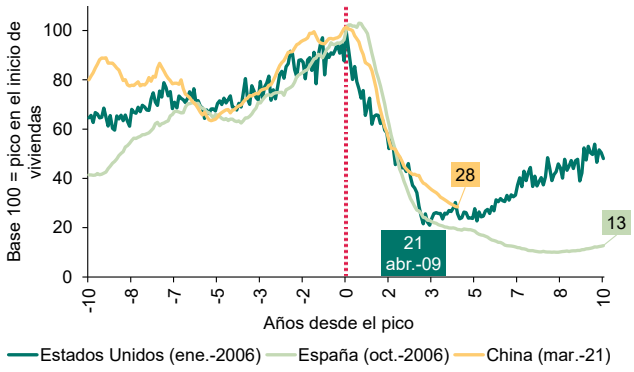
(*) Itrio y Escandio son tierras raras utilizadas en la fabricación de pantallas, superconductores y materiales aerospaciales, entre otros.
Fuente: GACC, US Census Bureau, Bloomberg y Banca March.

A pesar de los intentos de Washington por reducir su dependencia del principal exportador mundial, la realidad es que esta desvinculación resulta imposible en el corto plazo. En la última década, la composición de las exportaciones chinas ha evolucionado significativamente. Mientras que, en el pasado, predominaban bienes de consumo como calzado, textiles y juguetes, hoy en día China es un proveedor clave de productos estratégicos para la economía estadounidense. Entre estos destacan las baterías de litio, paneles solares y materiales críticos como las tierras raras, esenciales para la fabricación de vehículos eléctricos, dispositivos tecnológicos y sistemas de defensa.

A pesar de la estabilidad en el sector exterior, China continúa mostrando signos de debilidad. Los datos más recientes sobre producción industrial y ventas minoristas reflejan que el efecto de los estímulos gubernamentales implementados desde septiembre de 2024 comienza a diluirse.

El mercado inmobiliario sigue siendo el principal epicentro del deterioro: los precios continúan cediendo (-2,9% en obra nueva y -5,5% en las de segunda mano), mientras que tanto las ventas como las viviendas iniciadas registran caídas interanuales de dos dígitos (-11,9% interanual y -18,3%, respectivamente). Ya son cuatro años desde que la economía china entró en una crisis inmobiliaria y todo apunta a que esta situación persistirá. Si observamos el gráfico 21, que compara la situación del país asiático con las burbujas inmobiliarias de EE.UU. y España, vemos que aún queda margen de ajuste. En este contexto, resultará especialmente relevante el Pleno de octubre, en el que se presentarán las

21. Nuevas construcciones de viviendas por regiones



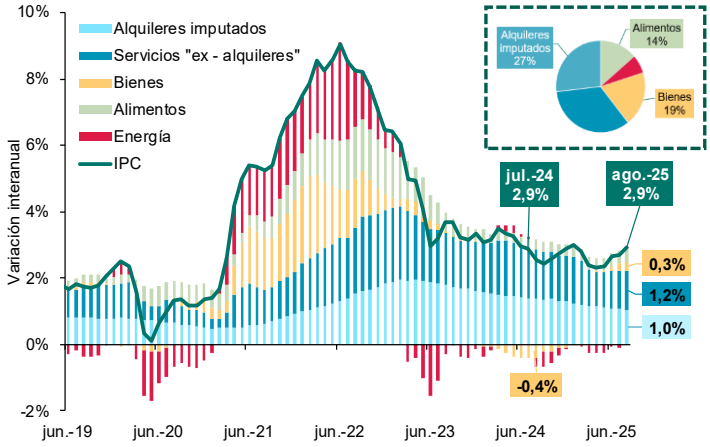
Fuente: Bloomberg y Banca March.

propuestas para el plan quinquenal (2026-2030) y se analizará la situación económica de cara a la segunda mitad del año.

Inflación a diferentes ritmos: anticipamos un repunte transitorio en Estados Unidos, mientras que en la zona euro se mantendrá contenida.

El proceso de desinflación a escala global se está ralentizando, una tendencia que proviene en gran medida de Estados Unidos, donde la inflación ha repuntado durante el periodo estival: el IPC avanzó en agosto a ritmos del +2,9% interanual y con la tasa subyacente manteniéndose por encima del +3%.

22. Alto en el camino de moderación de la inflación: los aranceles empujarán al alza los precios de los bienes



Fuente: Bloomberg y Banca March.

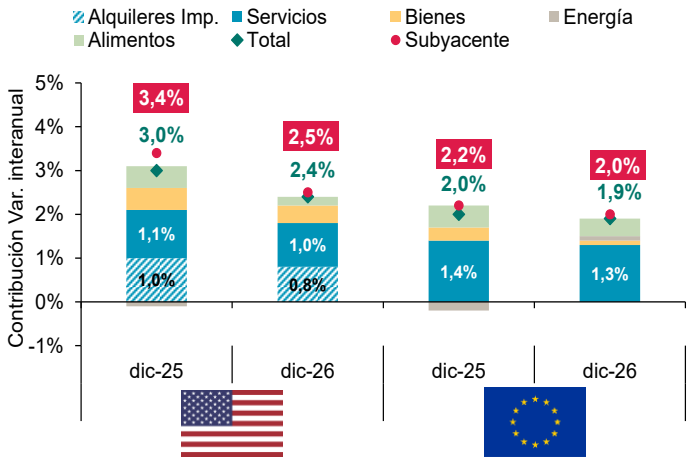
Un análisis por componentes (gráfico 22) nos revela que el impacto de los aranceles todavía es moderado, pero ya comienza a ser notorio. Así, la inflación de los bienes no energéticos subió al +1,5%, registrando su mayor crecimiento desde mayo de 2023.

Con este repunte, los precios de los bienes contribuyen ahora al alza de la inflación –explicando +0,3 p.p. del IPC–, lo que compara negativamente con lo registrado hace un año, cuando los bienes eran un componente deflacionista y retiraban cuatro décimas a la inflación.

Frente a ello, la noticia positiva es que los precios de los servicios siguen en la senda de normalización gradual, al repetir por quinto mes consecutivo el aumento del +3,6% interanual, el menor ritmo desde 2021, año previo a la crisis inflacionista vista tras la invasión de Ucrania.

En contraste a lo ocurrido en Estados Unidos, en otras latitudes la inflación sigue contenida: en la zona euro, por ejemplo, el IPC está anclado en el +2% y si miramos a China, el arrastre sobre el consumo interno que provoca la crisis inmobiliaria mantiene deprimidos los precios al consumo y, en agosto, el IPC intensificó su retroceso (-0,4% interanual).

23. Previsión IPC por regiones



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

De cara a los próximos meses, consideramos que esta tendencia va a continuar y asistiremos a una divergencia a ambos lados del Atlántico.

La subida de aranceles irá permeabilizando y asistiremos a un repunte más acusado de los precios de los bienes en Estados Unidos, mientras que en la zona euro, un débil crecimiento interno unido a factores externos –una divisa más apreciada que hace seis meses y costes energéticos contenidos con el barril de Brent por debajo de 70$– favorecerán que el IPC se mantenga en niveles cercanos al +2% hasta al menos finales del próximo año.

Sin embargo, como vemos en el gráfico 23, este incremento de las presiones inflacionistas que traerán los mayores aranceles, pensamos que serán temporales y por tanto transitorios. Por una parte, el peso dentro del IPC del componente más expuesto a la subida de los costes de importación (aranceles) son los bienes y aun tomándolos en su totalidad, su peso es relativamente reducido en la cesta de la compra al representar menos de un quinto del total del IPC.

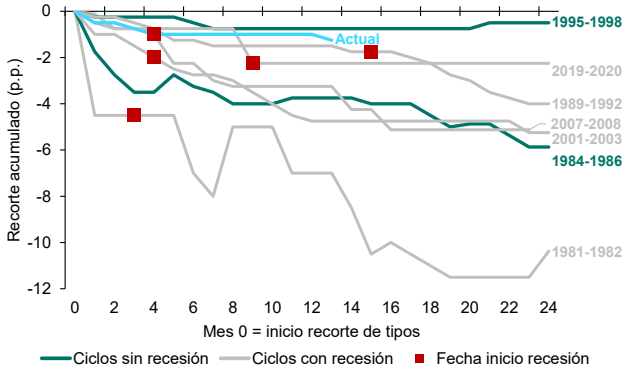
Por otro lado, y más importante, con un ciclo económico desacelerándose y un menor dinamismo del empleo, los salarios seguirán moderándose, lo que reducirá el riesgo de efectos de segunda ronda. Asimismo, el mercado inmobiliario estadounidense se está enfriando y el ritmo de crecimiento de los alquileres se está conteniendo. Todo ello, permitirá que los precios de los servicios (incluido el importante concepto de los "alquileres imputados" al propietario que son muy relevantes en el IPC americano) continúen frenándose y anticipamos que, para diciembre de 2026, apenas aportarían +1,8 p.p. a la inflación, sustancialmente menos que los +2,2 p.p. que explican actualmente.

En conjunto, vemos una inflación que se mantendrá estructuralmente más elevada en Estados Unidos, pero tendiendo a niveles del +2,5% a finales del próximo año, lo que confirmaría que el repunte es transitorio. En la zona euro, esperamos estabilidad y tanto la tasa general como la subyacente continuarán en torno a los objetivos del +2% del BCE.

BANCOS CENTRALES

La lentitud de la Reserva Federal recortando tipos es una buena prueba de la resiliencia de la economía norteamericana: cada vez tiene más similitudes con los aterrizajes suaves al ser el tercer ciclo de bajadas más extenso sin que se haya producido una recesión.

24. Fed: procesos de reducción de tipos tras alcanzar su pico



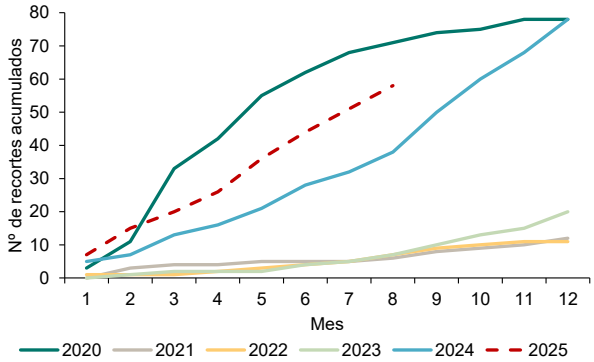
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En contra de la intuición, los episodios previos de bajadas de tipos han estado estadísticamente vinculados a las recesiones al producirse poco después del inicio de la fase de recortes. Dicho esto, el proceso iniciado en septiembre del año pasado es el tercero más extenso en 50 años sin que se haya producido una recesión de por medio. En concreto, solo ha sido superado por los aterrizajes suaves de 1984-1996 y 1995-1998 y por la recesión de 1992 que llegó en el decimoquinto mes.

Pensamos que la resiliencia mostrada por la economía estadounidense a comienzos de año ha respaldado la actitud de "esperar y ver" de la Fed. Sin embargo, la desaceleración del ciclo, y sobre todo el enfriamiento del mercado laboral, apoyan la reciente actitud proactiva adoptada por parte de la autoridad.

Tras la pausa de nueve meses de la Fed y el reinicio de recortes de la semana pasada, anticipamos -100 p.b. adicionales antes de diciembre de 2026, siendo la próxima bajada en la reunión de octubre. Mientras, consideramos que el BCE no realizará movimientos adicionales.

25. Nº de recortes de tipos acumulado(*)



(*) En base a una muestra de 30 bancos centrales.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En consonancia con la reciente fragilidad del mercado laboral, la Fed se reincorpora al grupo de bancos centrales reduciendo el precio del dinero –casi el 80% de las principales autoridades monetarias han recortado al menos una vez en 2025–. Así, la cantidad conjunta de recortes durante este año excede con creces a lo observado en 2024 y es superada únicamente por el 2020.

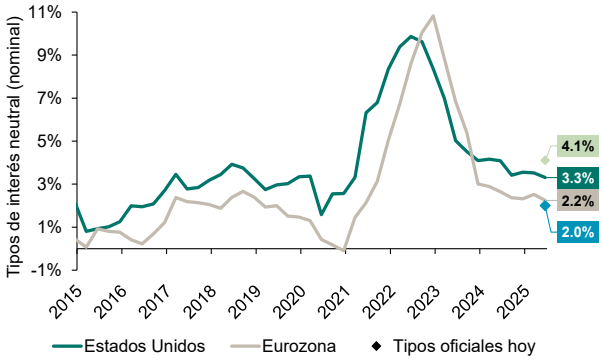
Consideramos que la Fed deberá rebalancear los riesgos de su mandato dual en los próximos meses, con mayor énfasis en el componente del empleo. A su vez, el BCE opera desde una posición más cómoda con unos precios que viajan a ritmos cercanos al objetivo, por lo que no hay incentivos para actuar a menos que asistamos a un fuerte declive de la actividad.

Con este escenario, descontamos cuatro recortes hasta finales del año próximo en el caso de la entidad norteamericana. Por su parte, el BCE ha finalizado su ciclo de bajadas y no volverá a mover sus fichas al menos hasta el año próximo.

Sin embargo, en EE.UU. los tipos permanecerán en territorio restrictivo durante los próximos meses. A esto se suma el hecho de que la Fed, en línea con otros bancos centrales de relevancia, seguirá retirando dinero de la economía vía reducción de balance hasta alcanzar niveles previos a la COVID-19 a finales de año.

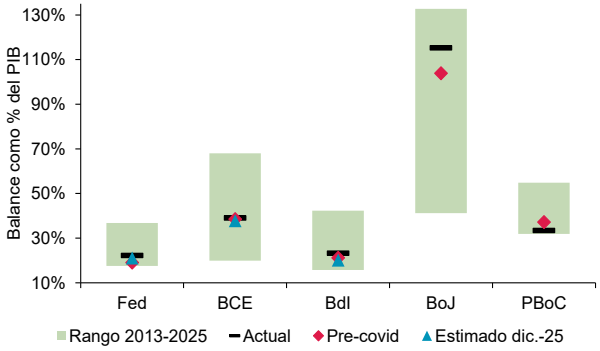
El recorte de tipos de la Fed de la semana pasada debe analizarse en contexto: si bien es cierto que el organismo ha girado recientemente hacia una política monetaria más laxa, el precio del dinero oficial –actualmente en el rango 4% - 4,25%– permanece muy por encima del tipo neutral –aquél que no estimula ni restringe la economía, hoy en torno al 3,3%–. En otras palabras, la política monetaria seguirá siendo restrictiva durante los próximos meses.

26. EE.UU. vs. eurozona: tipo de interés neutral



Fuente: Bloomberg y Banca March.

27. Balances bancos centrales como % del PIB



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En paralelo, la autoridad dirigida por Powell, al igual que sus contrapartes en el Viejo Continente –BCE y Banco de Inglaterra– siguen reduciendo su balance. Según nuestras estimaciones, los activos Fed alcanzarán el 21% del PIB a finales de año, ligeramente por encima del 19% previo a la COVID-19. Por su parte, el del BCE alcanzará el 38% del PIB (vs. 39% prepandemia) y el Banco de Inglaterra el 20% (vs. 21%).

La presión política de Trump sobre Powell y Lisa Cook, junto a la nominación exprés de Stephen Miran como miembro del comité, ponen en tela de juicio la independencia de la autoridad monetaria. Asimismo, las elecciones de los 12 presidentes de los bancos regionales de la Reserva Federal en 2026 acentuarán la incertidumbre.

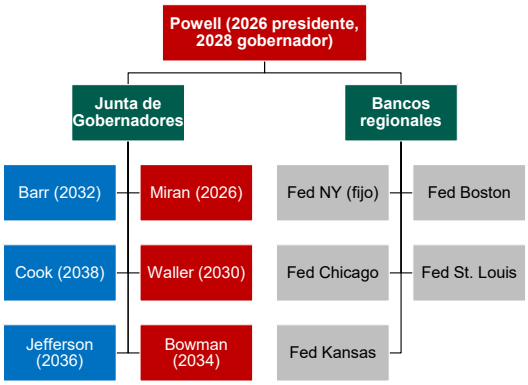
El próximo ejercicio estará cargado de nuevas oportunidades para que Trump intente socavar la independencia de la entidad en su afán de recortar los tipos oficiales sin importar los costes.

En primer lugar, en mayo finalizará el mandato de Jerome Powell como presidente de la Fed, si bien formará parte de la Junta de Gobernadores hasta 2028. Cabe señalar que, en el pasado, entre la nominación del nuevo candidato y la toma de posesión suele haber casi tres meses de por medio. Dicho esto, pensamos que la designación de un candidato a presidente antes de febrero de 2026 constituiría una nueva intromisión por parte de la Administración actual. Además, se llevarán a cabo las elecciones de los presidentes de los bancos regionales –son 12 en total y cuentan con 5 votos dentro de la Fed–.

Más en detalle, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) está compuesto por un total de 12 miembros en total. Por un lado, se encuentran los 7 integrantes de la Junta de Gobernadores, quienes ejercen su cargo durante 14 años y entre los que se incluye al presidente de la Reserva Federal. Estos miembros son designados por el presidente de Estados Unidos y deben ser confirmados primero por el *Committee On Banking, Housing, and Urban Affairs* y posteriormente por el Senado –ambos con mayoría republicana actualmente–. En este sentido, 3 miembros –Waller, Bowman y recientemente Miran– son considerados afines a Trump, ya fue fueron propuestos por él durante sus distintos mandatos.

Por otro lado, los 5 puestos restantes del FOMC son ocupados por los presidentes de los bancos regionales de la Reserva Federal. Uno de estos puestos está permanentemente reservado para el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, mientras que los 4 restantes rotan anualmente. A su vez, los presidentes de los bancos regionales son reelegidos cada 5 años, siendo la próxima votación en 2026.

28. Composición FOMC(*)



(*) En paréntesis se señala el año de finalización del mandato.
Fuente: Banca March.

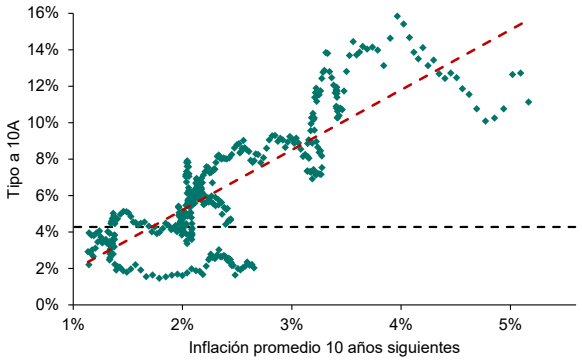
Si bien es cierto que los presidentes de los bancos regionales son nombrados por el consejo directivo de cada banco y no requieren la aprobación del Senado –lo que garantiza cierta independencia en el proceso–, su nombramiento necesita la aprobación final por parte de la Junta de Gobernadores. Esto podría explicar por qué Trump se ha empeñado en destituir a la gobernadora Lisa Cook, designada por Biden en 2022 y con mandato hasta 2038, a quien ha acusado de fraude hipotecario. En caso de que Cook sea expulsada de su cargo, Trump tendría la oportunidad de nominar a un nuevo candidato para la Junta de Gobernadores y así obtener una mayoría que le permita decidir sobre los nuevos presidentes de los bancos regionales.

RENTA FIJA

Las cuentas públicas globales continuarán desequilibradas. Mantenemos una postura de cautela respecto a la duración frente a un déficit público más abultado y una inflación al alza, consecuencia de la guerra tarifaria.

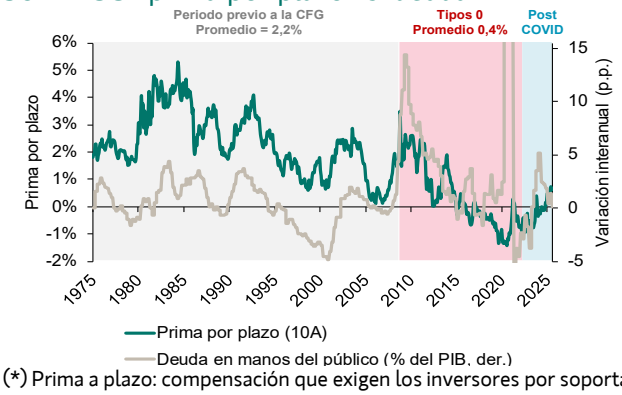
Déficits crecientes e inflaciones al alza no suelen ser buenos aliados para la duración. Por un lado, una mayor expectativa de inflación implica que los inversores exijan unos tipos de interés más elevados para obtener rentabilidades reales positivas. En este sentido, desde 1980, niveles del tipo a 10 años similares a los actuales han estado asociados a una inflación promedio esperada cercana al +2,2%, una estimación que resulta optimista teniendo en cuenta los aranceles implementados por Trump.

29. EE.UU.: tipos a 10 años vs. inflación futura



Fuente: Bloomberg y Banca March.

30. EE.UU.: prima por plazo vs. deuda(*)



(*) Prima a plazo: compensación que exigen los inversores por soportar el riesgo de que los tipos de interés puedan variar a lo largo de la vida del bono.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Asimismo, el deterioro de las cuentas públicas estadounidenses, consecuencia del *One Big Beautiful Bill Act* conlleva un incremento de la prima por plazo –compensación adicional que exigen los inversores por asumir el riesgo de variación en los tipos de interés a lo largo de la vida del bono–. Si bien es cierto que cuando los tipos oficiales se encontraban cerca del 0%, dicha prima era muy baja o incluso negativa, una vez acabado el proceso de normalización ha vuelto a territorio positivo. En este contexto, la posibilidad de que la prima por plazo retorne a niveles "normales" observados en el pasado –el promedio entre 1975 y 2010 fue del 2,2%– resta atractivo a la duración.

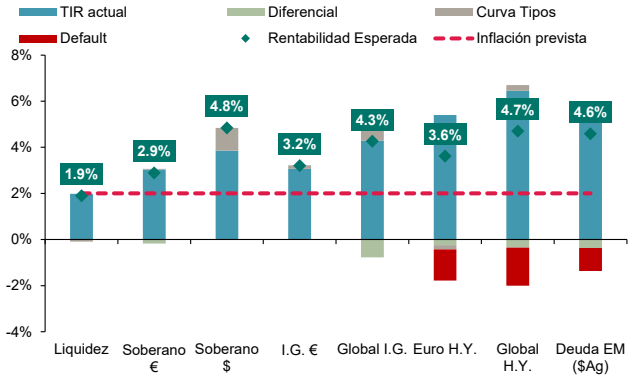
En conclusión, aunque anticipamos que los tipos de interés de corto plazo continuarán descendiendo en la medida en que la Fed recorte los tipos oficiales, pensamos que la parte larga de la curva no lo hará en la misma proporción. Según nuestras estimaciones, prevemos niveles del 3,9% para el 10 años estadounidense en los próximos doce meses, por lo que vemos un potencial limitado en los tramos largos de la curva que no compensa los riesgos mencionados previamente.

En el Viejo Continente, aunque la inflación se mantiene relativamente contenida, es necesario asumir un mayor nivel de riesgo para obtener rentabilidades reales positivas. Seguimos prefiriendo la deuda corporativa europea de buena calidad gracias a la solidez de sus fundamentales en medio de un ciclo en desaceleración.

En el ámbito europeo, el elemento más significativo a destacar es que la deuda de muy corto plazo –depósitos y fondos monetarios– ya no resultan suficientes para preservar el capital. El ciclo de recortes implementado por el BCE ha conducido a la parte corta de la curva hasta niveles cercanos al 2%, en consonancia con la inflación observada durante los últimos meses.

En este contexto, resulta necesario explorar alternativas para mitigar el impacto de la inflación. Con respecto a la deuda soberana, la solidez de las cuentas públicas germanas podría verse comprometida por la expansión fiscal que planea llevar a cabo el Gobierno de Merz, ejerciendo presión sobre los tramos largos de la curva. En números, anticipamos niveles del 2,5% para la Tir del bono a 10 años alemán de cara a los próximos doce meses frente al 2,7% actual, lo cual deja un potencial de recorrido bastante limitado. Por su parte, los Gobiernos periféricos tampoco presentan unas cuentas saneadas y, a excepción del caso de Italia, no hay señales de que esto vaya a cambiar.

31. Rentabilidades esperadas por segmento

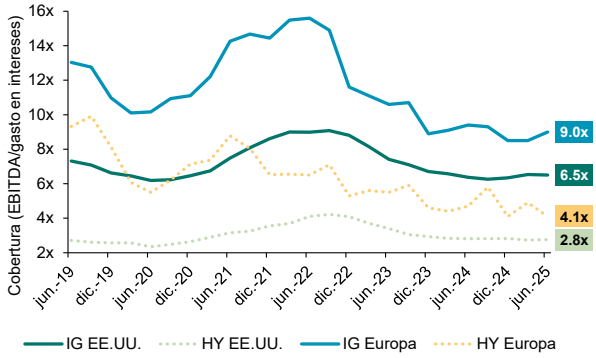


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Pensamos que la renta fija corporativa de buena calidad (+2,6% en el año), con una duración entre 3 y 5 años, sigue ofreciendo un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo por tres motivos principales. En primer lugar, las Tires de partida superan a las de sus comparables soberanos con clasificaciones crediticias similares. Además, los fundamentales de las compañías dentro del segmento –ratios de cobertura y apalancamiento, entre otros– se han mantenido resilientes a pesar de la incertidumbre global. Por último, la prima por plazo –que se mantenía en terreno negativo desde marzo de 2023– ha retornado recientemente a valores positivos, añadiendo un plus al rendimiento total.

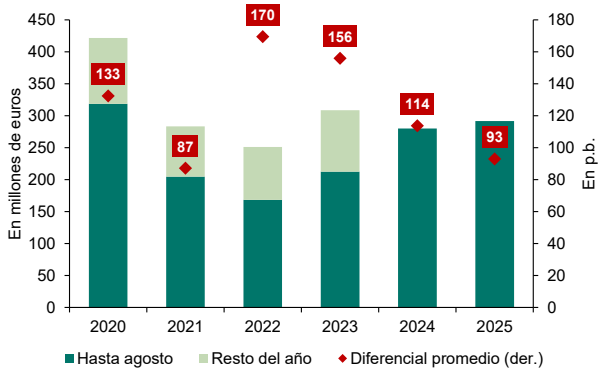
Como resultado, los diferenciales continúan comprimiéndose a pesar de los niveles de emisión récord que estamos viendo en 2025, que se ubican apenas un 8% por debajo del récord vistos en 2020.

32. Ratio de cobertura por segmentos



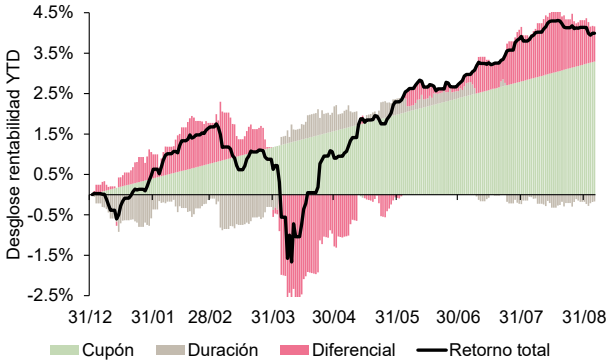
Fuente: Bloomberg y Banca March.

33. IG euro: emisiones vs. diferencial promedio



Dentro del crédito europeo de peor calidad, la clave está en el *carry*, aunque la situación no es tan clara como en años anteriores.

34. HY Euro: desglose rentabilidad YTD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

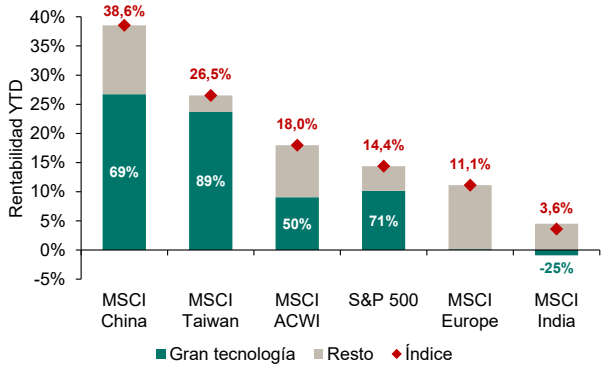
Ante unos diferenciales estrechos en términos históricos (272 p.b. frente a los 346 p.b. promedio de los últimos 3 años), la clave de la deuda corporativa HY está en los cupones. En números, en lo que va de año, más de un 80% de la rentabilidad total (+4,6%) del segmento vino por el lado del *carry*.

Sin embargo, consideramos que la compresión de los diferenciales no compensa la incertidumbre actual, por lo que mantenemos nuestra visión neutral en el activo.

RENTA VARIABLE

Las bolsas extienden sus avances ante la desescalada del *Liberation Day* y los resultados positivos de las compañías norteamericanas, especialmente del sector tecnológico.

35. Desglose de rentabilidad en el año por sector(*)



(*) Gran tecnología = Tecnología, servicios de comunicación y consumo discrecional.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

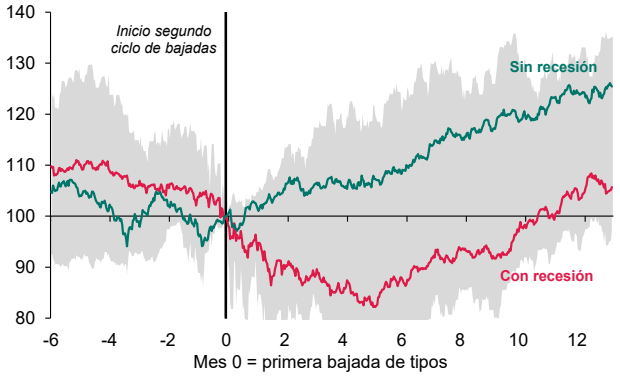
La renta variable global continúa su recorrido e incluso se ha acelerado tras la confirmación en Jackson Hole de que la Fed reanudaría los recortes de tipos. Los sectores más cíclicos junto con la tecnología han dominado los avances, –5 p.p. por encima del índice– mientras que los segmentos más defensivos como la salud (-14% en relativo), el consumo básico (-11% en relativo) y las utilities (-1% en relativo), se han quedado rezagados.

A nivel geográfico, Estados Unidos ya supera a Europa en el acumulado anual (+14% vs. +9%), mientras que los mercados japoneses también muestran un desempeño positivo, aunque peor que el agregado global (+12%). En los emergentes (+25%), este ha sido el año de la recuperación bursátil china (+35%) impulsado también por la tecnología –más de dos tercios del retorno lo explican los tres sectores donde se concentran las grandes tecnológicas (tecnología, consumo discrecional y servicios de comunicación)–, mientras que otras regiones con sólidos fundamentales, como la India (+5%), se han quedado atrás, principalmente por factores geopolíticos –los aranceles sorpresivos del 50% sobre la India que impuso Trump y que están pendientes de negociación–.

Un año que vuelve a ofrecernos un ejemplo más de la importancia de estar invertidos, en un entorno que ya anticipábamos más volátil que 2024. De hecho, la caída desde máximos de abril es la tercera más fuerte en los últimos cinco años (-16,3% para el agregado global), pero el retorno, hasta el momento, se sitúa en el +17%, en línea con los dos años pasados. Demostrando, además, que sin recesión es improbable ver un año en negativo.

Los tipos a la baja y la prolongación del ciclo otorgan potencial a la bolsa.

36. La reactivación de las bajadas es positiva a 12m



Segundo ciclo de bajadas: 1981, 1985, 1990, 1998, 2002, 2008 y 2020.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

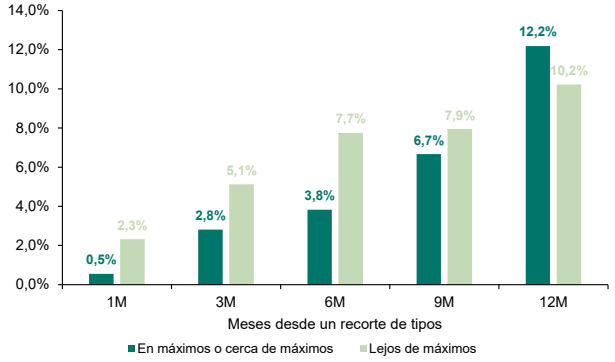
El inicio de la bajada de tipos nos adentra en un terreno poco habitual, que es una segunda ronda de bajadas de tipos fuera de una recesión. Tan solo en dos ocasiones (1985 y 1998) se ha producido una reducción de las tasas de interés sin estar en una recesión o con una recientemente superada. Según nuestro criterio, se consideraría una pausa si, una vez iniciados los recortes, se detienen durante al menos cinco meses o si se produce una subida seguida de una nueva reducción en un corto plazo.

Por otro lado, nunca se ha producido una recesión tras la reactivación del proceso de bajadas de tipos de interés –estas ya venían con anterioridad–, por lo que la moderación en las condiciones financieras de la Fed servirá de impulso a las bolsas en un ciclo económico que se prolongará.

Por otro lado, normalmente las bajadas suelen producirse en contextos recesivos, con unos mercados más deprimidos y puntos de partida más bajos. En este sentido, aunque el efecto que generan sobre las bolsas suele ser positivo, en un contexto cercano a máximos —como el actual— el impulso tiende a ser menos eficaz en el corto plazo, especialmente durante los primeros seis a nueve meses. Asimismo, los recortes de tipos suelen implicar debilidad económica, algo que también estamos observando en los meses recientes.

Por tanto, prevemos que las bajadas de tipos seguirán favoreciendo a los mercados bursátiles, aunque con rendimientos más contenidos en el horizonte inmediato.

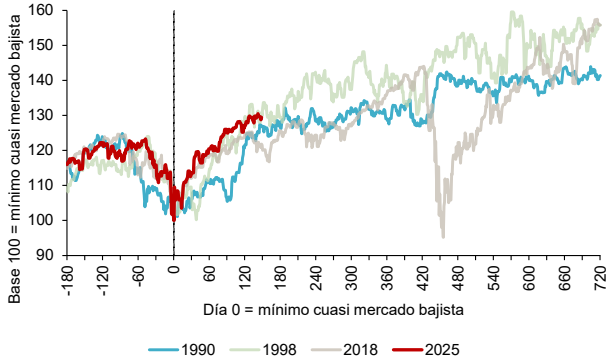
37. Recortes de tipos en máximos: no tan efectivos



Máximos o cerca de máximos, es una bajada de tipos cuando el S&P 500 acumula un retroceso acumulado desde máximos de menos del 5%. / Lejos de máximos es una bajada de tipos cuando el S&P 500 acumula una caída desde máximos de más del 5%.
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Fuerzas contrapuestas: el efecto resorte y el previo de las legislativas.

38. Evolución tras un "casi" mercado bajista(*)



(*) Definimos un mercado casi bajista como aquél en el que la caída desde máximos se ubicó entre el -17% y el -19,99%.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

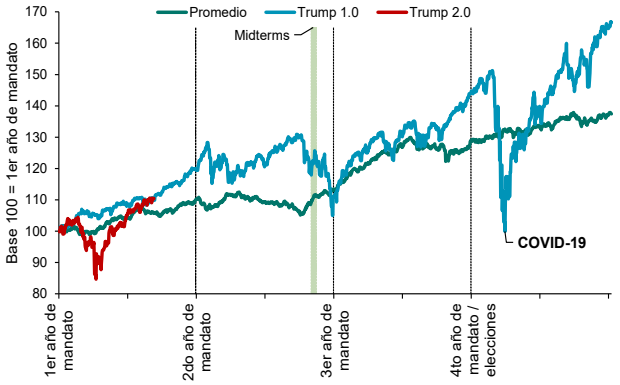
Además del impulso generado por las bajadas de tipos de interés, los mercados bursátiles atraviesan una fase de recuperación tras haber rozado niveles propios de un mercado bajista. En las pocas ocasiones que esto ha sucedido, 4 veces desde 1950, la bolsa americana se suele recuperar con fuerza. Cabe destacar que, salvo en 1990, estas correcciones no han estado acompañadas de una recesión, lo que refuerza aún más el potencial de rebote.

La rentabilidad histórica promedio de la bolsa en el año que antecede a las elecciones legislativas es del +2,9%.

Por otro lado, tras casi un año desde la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos, se aproxima el ciclo electoral de las elecciones legislativas de mitad de mandato. Históricamente, este periodo no suele ser especialmente propicio para los mercados, siendo el más débil de los cuatro años de mandato presidencial, y retrasando el impulso hasta después de las elecciones. En su anterior mandato, Trump logró sobreponerse a este contexto y cerrar el año en positivo, a pesar del endurecimiento monetario que efectuó la Reserva Federal.

Consideramos que ambos factores confluirán en los próximos meses. A medida que se vaya confirmando la prolongación del ciclo

39. S&P 500: comportamiento por periodos dentro del mandato electoral(*)



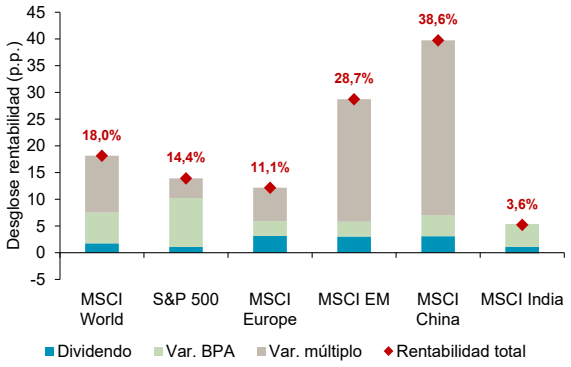
(*) Desde 1973.
Fuente: Refinitiv y Banca March.

económico, la renta variable seguirá manteniendo su potencial con retornos más moderados. Sin embargo, prevemos retornos en el entorno del 8% ante la proximidad de las elecciones de medio término, que podrían introducir episodios de volatilidad.

Los beneficios empresariales impulsan el avance del S&P 500 y sostienen su potencial de crecimiento.

La temporada de resultados finalizó para el S&P 500 de forma muy favorable. Y es que, tras un sólido 1T25 (+13,7% en BPA, +5% en ingresos), la tendencia de crecimiento ha continuado a un ritmo similar. En concreto, y con casi el 100% del S&P 500 publicado, el BPA creció en el 2T un +13,3%, una elevada ratio de sorpresas positivas del 80%, mientras que los ingresos aceleraban hasta el +6%. Por sectores, servicios de comunicación, tecnología, financieros y salud encabezaron los avances, en contraste con energía.

40. La subida del S&P 500 se sustenta en los beneficios

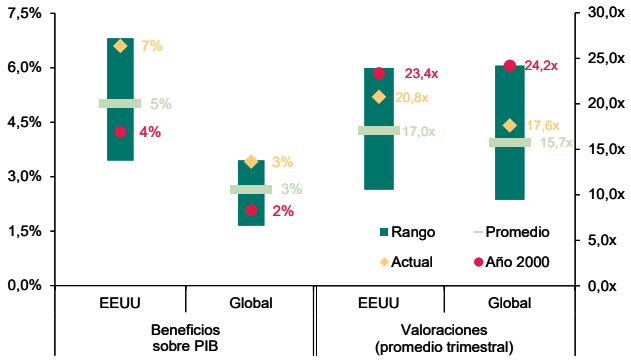


Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Prevemos que esta buena evolución de los beneficios continuará, lo que seguirá actuando como un factor diferencial para la bolsa estadounidense en los próximos trimestres. En concreto, y para el conjunto del año 2025, el consenso estima un crecimiento a doble dígito del beneficio y de dígito sencillo medio en ingresos. Destacamos además cómo dentro de la subida generalizada de los mercados de renta variable, el S&P 500 ha sido uno de los índices que menos se ha encarecido debido precisamente a este incremento de los beneficios. Así, constatamos cómo el ratio beneficio neto/PIB cotiza en máximos, pero no su valoración, con una ratio Per de 20,8x, no muy alejado de su promedio histórico de 17x.

A pesar de las elevadas valoraciones, el mayor peso de los beneficios en la economía norteamericana nos hace descartar un escenario de burbuja.

41. Beneficio neto / PIB vs. Per 12 meses



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Los fuertes avances de los mercados bursátiles continúan impulsados los múltiplos de manera importante: el Per de las bolsas globales actualmente se sitúa en 19x los beneficios a 12 meses, frente a las 16x del promedio histórico, con las principales regiones también con valoraciones por encima de sus respectivas medias.

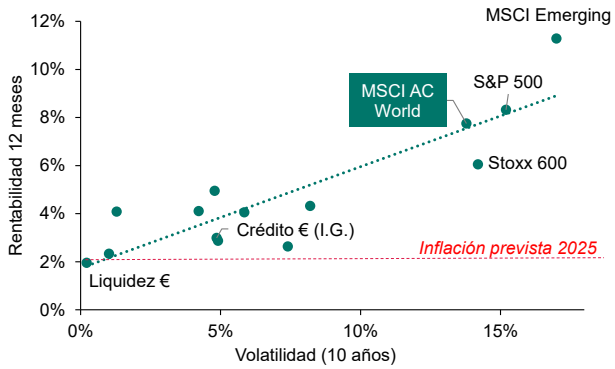
Aunque esta situación podría despertar inquietudes sobre la posibilidad de estar ante una burbuja bursátil, si comparamos el peso actual de los beneficios en relación con la economía con el de épocas anteriores, observamos que hoy en día los beneficios tienen una mayor relevancia que en el año 2000. A pesar de ello, en términos de valoración, los niveles extremos alcanzados en el pico de aquella época aún distan de los actuales.

En este contexto, como mencionábamos anteriormente, las bolsas estadounidenses han mostrado un buen comportamiento, con una expansión de múltiplos más moderada en comparación con otras

regiones. Es decir, el impulso se ha debido principalmente a unos resultados empresariales que han sorprendido positivamente en los dos últimos trimestres.

Con el ciclo en marcha, esperamos que las bolsas continúen avanzando principalmente impulsados por los beneficios.

42. Rentabilidades esperadas a 12 meses



Fuente: Bloomberg y Banca March.

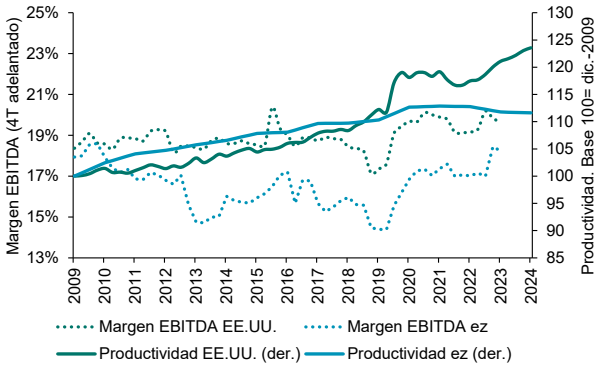
A pesar de los avances registrados en los últimos meses, consideramos que el crecimiento de los beneficios seguirá siendo el principal motor de las bolsas. A nuestro juicio, aún conservan un sólido potencial de revalorización para los próximos 12 meses.

Con el crecimiento de beneficios como guía, seguimos observando un mayor potencial alcista en Estados Unidos frente a Europa. Este último afronta un ejercicio en el que los resultados empresariales estarán impulsados principalmente por países como Alemania, aunque se verán condicionados por el fortalecimiento del euro frente al dólar.

Asimismo, identificamos oportunidades en los mercados emergentes, si bien con un perfil de riesgo más elevado y posibles divergencias internas. Por un lado, el múltiplo de China ha liderado los avances recientes, lo que indica que gran parte del optimismo responde a expectativas de crecimiento futuro más que a resultados tangibles. Por otro lado, India presenta sólidos argumentos de desarrollo estructural. De hecho, se espera que su crecimiento de beneficios en 2025 alcance el +13 %, y en 2026 el +16 %. En el caso de China, las previsiones apuntan a un aumento del +3 % en 2025 y del +14 % en 2026.

Mantenemos nuestra preferencia por Estados Unidos que mantendrá su ventaja estructural frente a Europa.

43. EE.UU. vs. Europa: márgenes y productividad



EE.UU.: S&P 500, Ez: Eurostoxx 50.
Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

La bolsa norteamericana ha logrado sobreponerse a un inicio de año marcado por la incertidumbre. En primer lugar, la irrupción de DeepSeek generó dudas sobre la continuidad de la inversión en inteligencia artificial. Además, la guerra arancelaria ejercía presión sobre el crecimiento económico estadounidense y amenazaba los márgenes empresariales. Como resultado, el S&P 500 se mantuvo por debajo del MSCI Europe durante los primeros siete meses del año.

Sin embargo, la recuperación posterior al *Liberation Day* ha sido extraordinaria (+33,1%). A medida que los resultados trimestrales superaban las expectativas y el ciclo económico mostraba resiliencia, los mercados comenzaron a descontar un escenario más optimista. Además, la amenaza de disrupción por parte del competidor chino no se ha materializado, y los planes de inversión en IA –como detallamos más adelante en nuestra sección sectorial de tecnología– han seguido en aumento.

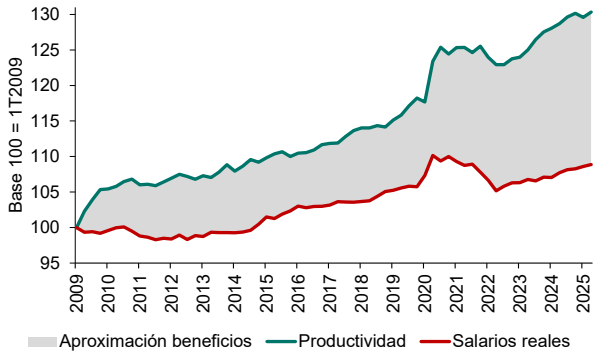
En este contexto seguimos dando relevancia a la mejor calidad relativa de las compañías norteamericanas. Uno de los factores clave en la calidad de las empresas norteamericanas frente a las

europeas es la mejora sostenida de la productividad, que se espera continúe superando a la de Europa en los próximos años, manteniendo así el diferencial abierto desde la Gran Crisis Financiera.

De manera adicional, las compañías estadounidenses han sabido capitalizar estas mejoras de productividad, traduciéndolas en un crecimiento diferencial de beneficios y en unos márgenes más elevados. Esto ha sido posible, en parte, gracias a una mayor contención de los costes laborales. Por el contrario, muchas empresas y sectores europeos no han logrado replicar este modelo, registrando en varios periodos un crecimiento salarial real superior a las ganancias de productividad, desgastando sus márgenes y mermando su crecimiento.

Una vez superados ambos obstáculos, consideramos que la renta variable estadounidense continuará mostrando un comportamiento relativo superior frente a los mercados globales, especialmente en comparación con Europa, gracias a la mayor calidad de las empresas americanas.

44. EE.UU.: productividad vs. salarios reales



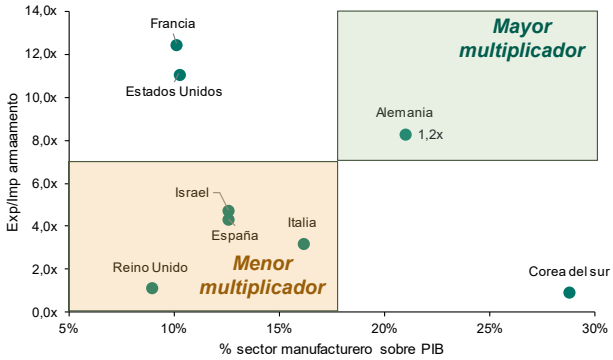
Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Alemania: uno de los países potencialmente más beneficiados por el nuevo impulso en gasto en defensa de la OTAN.

Mantenemos nuestra visión positiva con el sector defensa, en donde los nuevos objetivos estratégicos de la OTAN, entre otros el de alcanzar un gasto equivalente al 5% del PIB en 2035, suponen un renovado impulso para el crecimiento futuro de los beneficios del sector y justifican sus ya exigentes ratios de valoración –aprox. 30x en EE.UU. y 29x en Europa–. Sólo en 2024, los 32 países miembros de la Alianza Atlántica gastaron en torno a 1,5 billones de dólares en defensa, lo que representa cerca del 55% del gasto militar mundial. De cara a 2025, la OTAN estima un incremento del gasto en defensa del +7,6%, excluyendo a Alemania. Si se incluye la contribución germana, el aumento podría alcanzar el +9,5%, que, junto al repunte ya registrado en 2024 de +10,6%, contrasta con el promedio 2015-2023 de apenas +1,6% anual, lo que evidencia una intensificación clara del esfuerzo presupuestario en defensa respecto a los ejercicios anteriores.

45. Alemania: ventaja por el impulso en defensa

Factores que elevan el multiplicador fiscal del gasto militar



Fuente: OTAN, Sheremirov, Viacheslav, and Sandra Spirovska. (2019). "Fiscal Multipliers in Advanced and Developing Countries: Evidence from Military Spending." Federal Reserve Bank of Boston Research Department Working Papers No. 19-3., "Stamegna, Marco and Bonaiuti, Chiara and Maranzano, Paolo and Pianta, Mario (2024): The economic impact of arms spending in Germany, Italy, and Spain., Anastasiia Antonova, Ralph Luetticke and Gernot J. Muller (2025) The Military Multiplier ¨ , SIPRI, Statbase, Banco Mundial y Banca March.

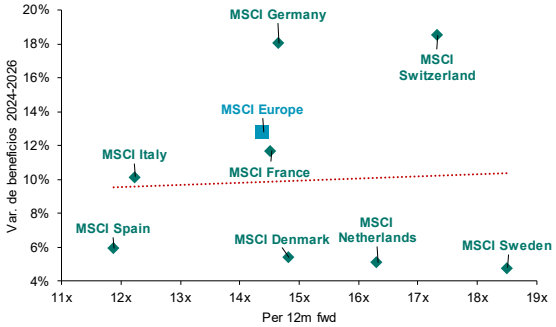
En este cambio de paradigma que supone el rearme destacamos a Alemania, país que anunció cambios legislativos para facilitar compras, pagos anticipados a empresas innovadoras y elevar su presupuesto en defensa desde los 95.000 M€ previstos en 2025 hasta los 162.000 M€ en 2029, equivalentes al 3,5% del PIB.

El impulso en materia de defensa será, además, especialmente beneficioso para el país. El elevado peso del sector manufacturero en el PIB, que conlleva un menor coste de adaptación hacia el ámbito de la defensa, junto con su reducida dependencia del exterior en lo relativo a necesidades de armamento, son dos factores que aumentan significativamente el multiplicador fiscal de esta partida presupuestaria.

En paralelo, el despliegue adicional de estímulos en Alemania le permitirá tomar la delantera en el crecimiento de los beneficios.

Al margen del estímulo fiscal dirigido a la defensa, la aprobación de un paquete expansivo –fondo de infraestructuras de 500.000 M€, programa de alivio fiscal de 46.000 M€– centrado en impulsar la inversión productiva y aliviar la carga tributaria permitirá un crecimiento diferencial de su economía y beneficios empresariales.

46. Atractivas perspectivas para Alemania



Fuente: Refinitiv y Banca March.

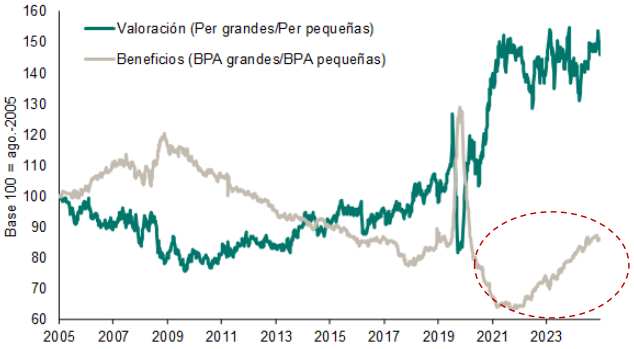
Ayudará además al margen del plan, la elevada sensibilidad de Alemania al ciclo económico –cada punto de crecimiento de PIB germano aporta 5 puntos al incremento de beneficios–. En este sentido, los resultados de las compañías alemanas crecerán de manera diferencial: solo en 2026 +12,9% y +18% en el periodo 2024-26 vs. +12,3% MSCI Europe, siendo la bolsa de la eurozona con un mayor incremento de resultados. Este mayor crecimiento sobresale además si tenemos en cuenta que las valoraciones son muy similares al MSCI Europe o al Eurostoxx 50. Aspectos en definitiva que mantienen a la bolsa germana como un nicho atractivo de inversión.

Small caps: valoraciones atractivas y unas condiciones de crédito más favorables permitirán su despegue.

El escenario para las *small caps* estadounidenses se perfila más constructivo de cara a los próximos trimestres. Y es que, tras meses de incertidumbre macro y condiciones de crédito restrictivas, la reanudación de los recortes de la Fed, empiezan a liberar presión sobre los balances y a abaratar el coste de financiación, un factor especialmente relevante para las compañías de menor tamaño y mayor dependencia del crédito. Así, y a medida que las dinámicas se consolidan, este entorno monetario se convierte en un catalizador estructural para que las *small caps* consoliden su reciente evolución positiva en términos relativos frente a las grandes.

En paralelo, las perspectivas de beneficios ofrecen a su favor un diferencial favorable. Las estimaciones apuntan a un crecimiento del +18% para el índice de pequeñas empresas S&P 600 frente al +13% proyectado para el S&P 500. Aceleración relativa que suele ser decisiva en los ciclos de recuperación ya que el mercado tiende a reconocer con rapidez el potencial de expansión de beneficios coincidente con la relajación de las condiciones financieras.

47. EE.UU.: valoración y beneficios pequeñas vs grandes

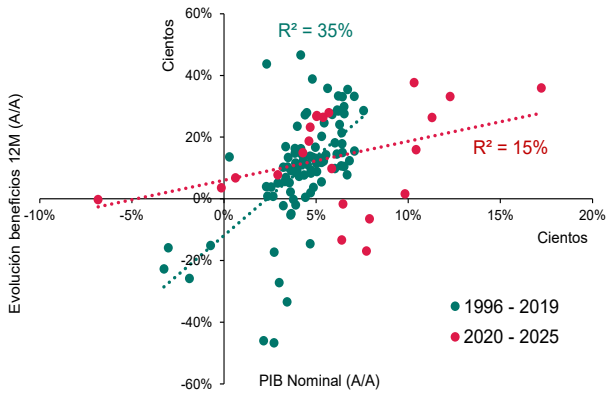


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Finalmente, la valoración supone un claro soporte, al actuar como margen de seguridad. Así, las *small caps* estadounidenses cotizan con un descuento próximo al 28% frente a las grandes compañías, históricamente atractivo frente a una prima promedio del 9%, ofreciendo un punto de entrada favorable. En un contexto en el que convergen la resiliencia económica, un favorable diferencial de beneficios y la mencionada infravaloración, el balance riesgo-retorno se inclina de forma favorable hacia esta clase de activo.

El despliegue de la IA se encuentra en una fase inicial, lo que otorga a la tecnología una mayor capacidad de crecimiento y una menor ciclicidad.

48. Tecnología(*): beneficios menos cíclicos desde la pandemia



(*)S&P 500 Information Technology + S&P 500 Communication Services.
Fuente: BEA y Banca March.

La tecnología mantiene el buen momento y sigue superando el rendimiento del índice global (+18,4% vs. +15,4%). Los resultados del segundo trimestre han sido determinantes para el impulso del sector, no solo por las sorpresas positivas, sino también por el aumento de los planes de inversión en infraestructuras de inteligencia artificial. Actualmente, se estima que los *hyperscalers* –las grandes tecnológicas que están desplegando la capacidad computacional, en forma de centros de datos, para entrenar y desarrollar nuevos modelos de IA– invertirán más de 400.000 M$, con nuevos actores como Oracle incorporándose al segmento que ocupan Amazon, Meta, Alphabet y Microsoft.

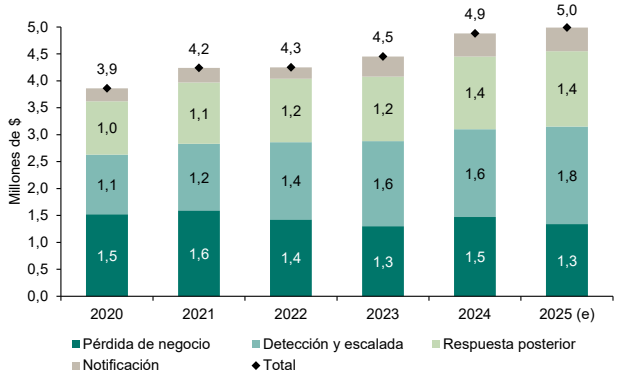
En el mismo sentido apuntaron las palabras de Jensen Huang, CEO de Nvidia, en la última presentación de resultados, en la que señaló que se espera una inversión de entre 3 y 4 billones de dólares en infraestructura de IA en los próximos cinco años de los cuales Nvidia aspira a captar el 70% como ingresos. Un impacto tan masivo que, como indicamos en nuestra sección de macroeconomía, está contribuyendo al crecimiento del PIB americano en la misma proporción que el consumo.

Precisamente, esta intensidad en el desarrollo de centros de datos está blindando al sector tecnológico frente a los factores cíclicos. Desde el fin de la pandemia, la correlación entre la evolución del PIB y los beneficios del sector tecnológico ha disminuido, lo que indica que sus resultados están cada vez menos influenciados por la economía agregada. Esta característica resulta especialmente interesante, ya que permite anticipar que, incluso en un entorno de menor crecimiento, la tecnología seguirá liderando tanto en beneficios como en comportamiento bursátil.

Por todo ello, y a pesar del espectacular *rally* de los últimos meses (+54% desde el mínimo de abril), mantenemos nuestra confianza en el sector.

La ciberseguridad seguirá ofreciendo oportunidades en un entorno con amenazas crecientes. Además, la consolidación del sector servirá de impulso y soporte a las valoraciones.

49. Coste promedio por filtración de datos



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La ciberseguridad mantiene un desempeño destacado en 2025, con un crecimiento del +20%, situándose ligeramente por encima del sector tecnológico en general. El reciente impulso derivado del nuevo plan de la OTAN, que otorga un papel más relevante a la ciberseguridad en los presupuestos de defensa, ha favorecido la evolución de las cotizaciones.

La última temporada de resultados confirma que el crecimiento del sector sigue siendo sólido: se prevé un aumento medio del +35% en las compañías con mayor exposición directa a la ciberseguridad durante los próximos doce meses, frente al +20% estimado para el conjunto del sector tecnológico global.

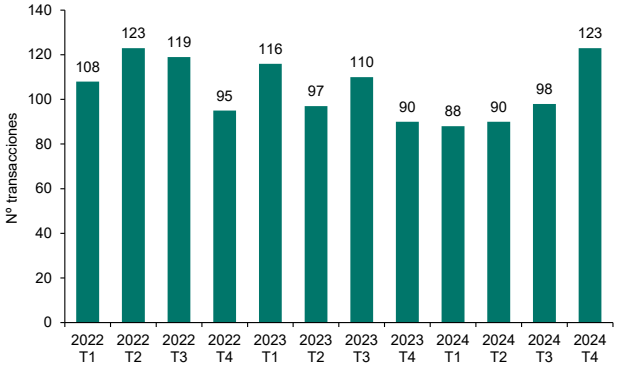
A escala internacional, los costes asociados a los ciberataques continúan incrementándose, lo que provoca que la inversión en ciberseguridad gane peso dentro de los presupuestos tecnológicos corporativos. Actualmente, representa cerca del 10% y se espera que alcance casi el 15% en los próximos cuatro años.

En cuanto al entorno competitivo, el sector permanece bastante fragmentado, aunque se observa una clara tendencia hacia la concentración. Los principales actores son grandes corporaciones como Microsoft (con aproximadamente 37.000 M$ en ingresos por ciberseguridad), seguidas de Palo Alto Networks (9.200 M$), Cisco (8.100 M$ por ingresos del segmento), Fortinet (6.400 M$) y CrowdStrike (4.300 M$). Sin embargo, existen cientos de empresas más pequeñas, especializadas en nichos, que podrían ser adquiridas por grandes firmas, como ocurrió recientemente con Wiz Inc., comprada recientemente por Alphabet por 32.000 M$, la mayor adquisición realizada por la matriz de Google y cuyo múltiplo fue de 42 veces los ingresos previstos para 2025.

En este contexto, las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) siguen en aumento, alcanzando el máximo de transacciones desde mediados de 2022. Consideramos que la actividad corporativa continuará intensificándose, lo que contribuirá a respaldar las valoraciones del sector. Actualmente el agregado *Bloomberg Cybersecurity Aggregate* cotiza a 7 veces el valor en libros, frente a las 9 veces del sector tecnológico en general.

En definitiva, el incremento de las amenazas cibernéticas, los nuevos desafíos y oportunidades que plantea la inteligencia artificial, junto con la progresiva concentración del mercado, seguirán impulsando el crecimiento y la valoración del sector. Por todo ello, consideramos que la ciberseguridad continuará siendo uno de los segmentos con la mejor relación riesgo/rentabilidad dentro del ámbito tecnológico.

50. Ciberseguridad: Nº de transacciones de M&A



Fuente: Refinitiv y Banca March.

EE.UU. y la UE sellan un acuerdo comercial que blinda al sector farmacéutico.

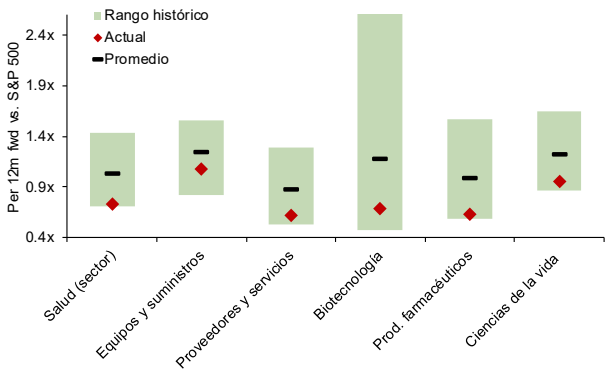
A finales de julio pasado, Estados Unidos y la Unión Europea alcanzaron un acuerdo marco que aporta certidumbre estratégica al sector, al concretarse como techo máximo un arancel del 15% para los productos farmacéuticos europeos, independientemente del resultado de las investigaciones de seguridad nacional de la sección 232 emprendidas por la Administración norteamericana. Con carácter adicional, se garantiza un arancel "cero o cercano a cero" para los medicamentos genéricos, principios activos e insumos críticos.

Aunque el acuerdo supone empeorar las óptimas condiciones existentes antes de la vuelta de Trump al poder, sí asegura un flujo trasatlántico estable y competitivo, en un mercado que supuso a la UE exportar 120.000 M€ en 2024, cerca del 40% del total de sus ventas farmacéuticas extracomunitarias. Quedan por definir, no obstante, aspectos relevantes en torno al sector como serían las exenciones para medicamentos innovadores, las reglas de origen o los plazos definitivos.

Sector de cuidados de la salud: industria defensiva, asociado a un crecimiento sólido y valoraciones históricamente atractivas.

Tras dejar atrás en gran parte la incertidumbre regulatoria, este sector ofrece destacados catalizadores. En primer lugar, el consenso apunta a un crecimiento de beneficios esperado en el ejercicio del +12,5% para la salud, líder entre los sectores defensivos y solo superado por la tecnología y los servicios de comunicaciones. El sector ve, además, revisadas al alza sus expectativas de beneficios, reforzando su visibilidad del ciclo.

51. Salud vs. S&P 500: valoración relativa



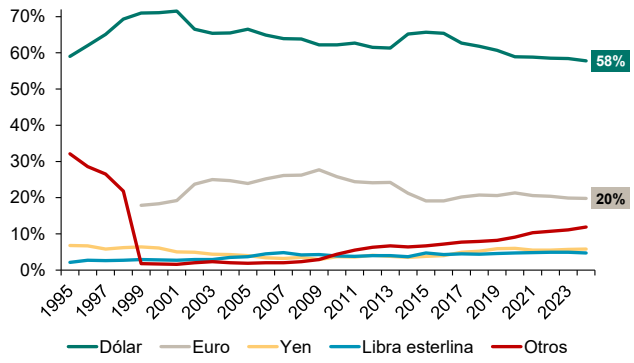
Fuente: Refinitiv y Banca March.

A esto hay que sumar un perfil financiero relativo muy atractivo: el sector cotiza con un ROE esperado superior al 25% frente a unas valoraciones contenidas y por debajo de la media del S&P 500, con una ratio Precio/Valor contable inferior a 4x. Con carácter adicional, esta infravaloración se extiende a todos los subsectores, con especial incidencia en los productos farmacéuticos y en la biotecnología.

DIVISAS

Entre el carácter estructural del dólar y el fin de la debilidad cíclica. Mantenemos el rango 1,12 – 1,17 EUR/USD.

52. Porcentaje de divisas usadas como reserva



Fuente: FMI y Banca March.

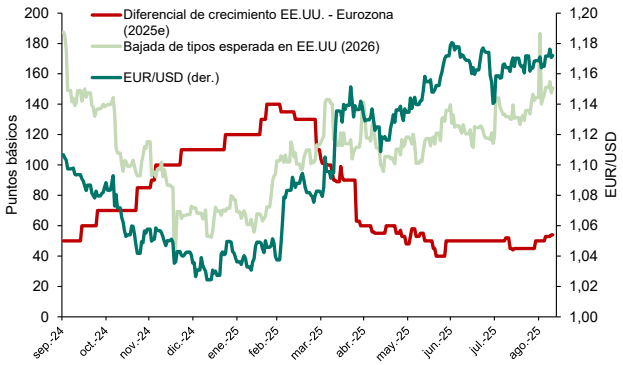
La depreciación del dólar frente al euro se estabilizó a comienzos de julio, con el par moviéndose en un rango más estrecho de 1,15 – 1,18 EUR/USD. Observamos que el deterioro registrado a principios de año ha ido perdiendo fuerza; incluso ante eventos recientes tan significativos como la debilidad en los datos de empleo o los recortes de tipos oficiales, la cotización se ha mantenido estable.

La reciente debilidad ha reavivado el debate sobre el papel del dólar como divisa de referencia a nivel global. En nuestro caso, consideramos que la moneda estadounidense continuará desempeñando su función como principal divisa internacional, ya que los factores que explican la debilidad actual son, en gran medida, transitorios y de carácter cíclico.

El arraigo internacional del dólar se sustenta en la condición de principal moneda de reserva mundial, respaldada por el tamaño y la liquidez de sus mercados. Por ejemplo, el mercado de deuda soberana de máxima calidad crediticia —el único activo apto como reserva de valor en los balances de los bancos centrales— triplica en tamaño (26 billones de dólares) al de la segunda referencia global, el euro. Asimismo, el 54% de los pagos comerciales internacionales se efectúan en dólares y cerca del 80% de las transacciones de petróleo se liquidan en la divisa estadounidense. Por tanto, estimamos que, más allá de la debilidad coyuntural, el dólar seguirá ejerciendo su papel central en el sistema financiero internacional, limita el margen de depreciación.

En relación con la reciente pérdida de valor del dólar, consideramos que los factores cíclicos han sido determinantes. Tras el inicio de las hostilidades comerciales, el diferencial de crecimiento esperado para 2025 entre Estados Unidos y Europa se ha reducido hasta en 100 p.b., principalmente por un desgaste en las previsiones del lado americano. En consecuencia, también se incrementaron las expectativas de nuevos recortes por parte de la Reserva Federal –pasando de un tipo oficial esperado a finales de 2026 del 3,75% al 3%–.

53. Crecimiento relativo (EE.UU. vs. eurozona), expectativas de tipos(*) y evolución EUR/USD



(*) Tipo oficial menos tipo esperado reunión diciembre 2026
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Bajo nuestro prisma, ambos factores ya están descontados en el precio actual, por lo que cualquier sorpresa positiva en el crecimiento estadounidense podría iniciar un movimiento de apreciación del dólar. En este sentido, somos ligeramente más optimistas con la evolución del PIB americano y esperamos un diferencial de crecimiento a favor de EE.UU. de 70 p.b. en 2025. Asimismo, la presión inflacionista de los aranceles y una economía resiliente nos hace pensar que podríamos tener menos bajadas de tipos a las cinco previstas actualmente por la curva de futuros. Además, las valoraciones actuales en términos de paridad de poder adquisitivo reflejan que el dólar se sitúa en equilibrio, corrigiéndose la sobrevaloración que arrastraba el billete verde en los últimos dos años.

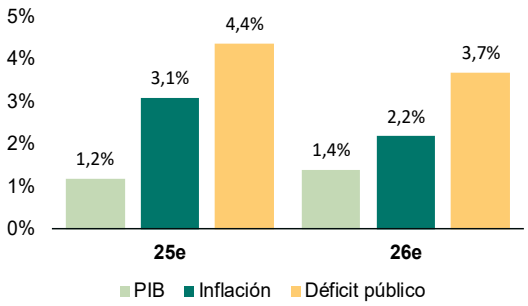
La libra esterlina pierde terreno frente al euro en 2025.

La divisa británica retrocede cerca del -5% en lo que va de año frente a la moneda única, marcando ahora los 0,872 EUR/GBP. Las señales de desaceleración económica mostradas por la economía británica son el factor clave, imponiéndose a un diferencial de tipos todavía favorable para la libra y pese al rápido acuerdo comercial firmado con EE.UU., que incluirá compromisos de elevadas inversiones estadounidenses en territorio británico.

El Banco de Inglaterra no se fía de la inflación y mantiene los tipos sin cambios.

El Banco de Inglaterra (BdI) mantuvo el precio oficial del dinero sin cambios en el 4,0% y conforme a lo esperado. La decisión, sin embargo, no fue unánime –7 miembros del Comité prefirieron mantener y 2 bajar -25 p.b.– y evidencia la división sobre el ritmo adecuado de flexibilización de su política monetaria, en un contexto de fragilidad económica e inflación que sigue fuera de control.

54. Previsiones Reino Unido



Fuente: FMI y Banca March.

Y es que el panorama económico acompaña esta cautela del organismo. El crecimiento económico se mantiene débil –PIB de julio estancado– y las previsiones de crecimiento son exiguas; además, la producción manufacturera sigue en retroceso –PMI septiembre 46,2, en terreno de contracción– y el mercado laboral, ya evidencia signos de enfriamiento.

En el caso de la inflación, esta se mantiene fuera de control si tenemos en cuenta el último dato de agosto, en el +3,8% interanual, sin cambios frente al julio y muy alejado aún del objetivo del +2%. Las cifras de comercio exterior tampoco ayudan, con estudios que muestran una caída del -34% en la partida de exportaciones de alimentos y bebidas a la UE desde la llegada del Brexit.

Pese al deterioro adicional de la libra, no identificamos una oportunidad de entrada.

El BdI ha apostado por la estabilidad frente a la urgencia, manteniendo los costes de financiación elevados durante más tiempo para asegurar una inflación bajo control, pero preservando un cierto margen para no ahogar a los sectores más sensibles al crédito. Las decisiones de fiscalidad del gobierno –con la publicación del Presupuesto de otoño prevista en dos meses– y la evolución de los precios de la energía y los alimentos seguirán siendo determinantes en las decisiones futuras del organismo.

A futuro, creemos que el Banco de Inglaterra continuará con la senda de recorte de tipos, pese a la última pausa, aunque mantendrá una política más restrictiva que la del BCE, lo que implica un diferencial de tipos favorable a la libra. En el extremo contrario, el desajuste creciente de sus cuentas públicas –pese al incremento de impuestos, el gasto público crece más deprisa que los ingresos–, un crecimiento poco dinámico y la creciente incertidumbre política –*Reform UK*, el partido radical de Nigel Farage lidera con amplia ventaja la intención de voto sobre conservadores y laboristas, si bien las elecciones están muy lejos–, seguirán pesando sobre la divisa. Por todo ello, nos mantenemos neutrales dentro de un rango ahora algo menos estrecho, 0,83-0,88 EUR/GBP, esperando mejores oportunidades para la libra.

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.