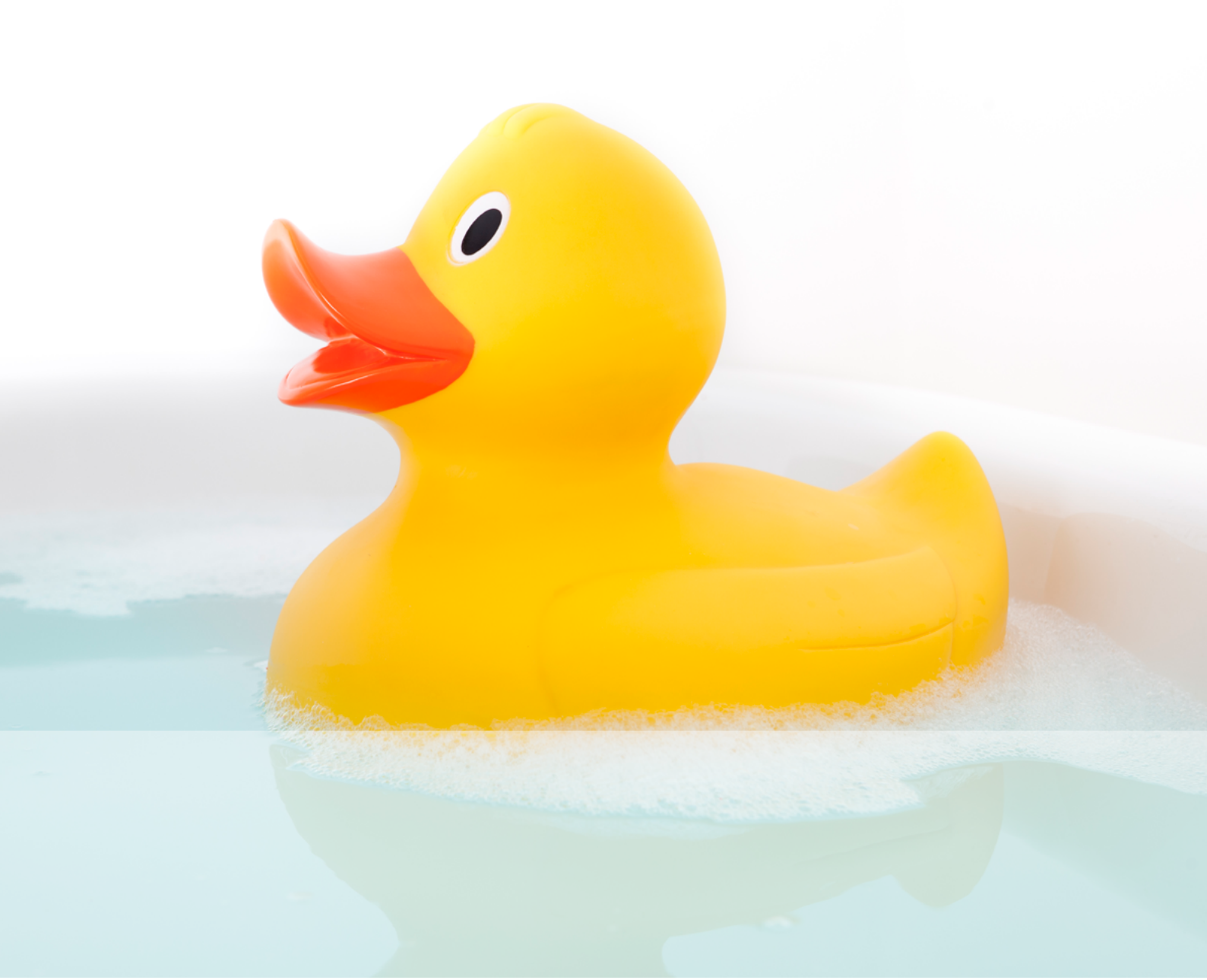


HOUSE VIEW

ECONOMÍA A FLOTE

BancaMarch

Economía a flote

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			●		

Más allá del humo, el crecimiento mundial continúa mostrando resiliencia.

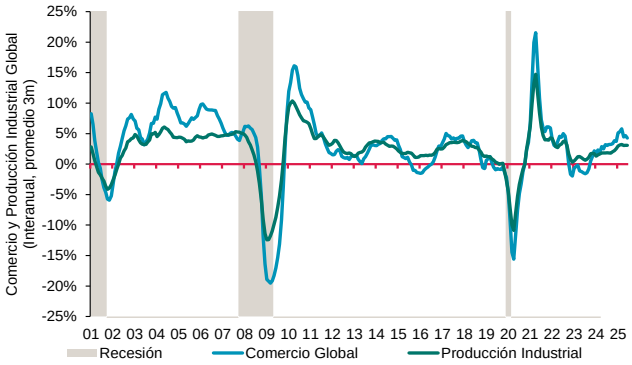
Frente a vientos y mareas, la economía mundial ha resistido y seguirá a flote apoyada en un consumo resiliente y en una inversión creciente. Consideramos que la aceleración de los proyectos de inversión, que está principalmente focalizada en los sectores estratégicos de Inteligencia Artificial y Defensa, es una tendencia que consideramos seguirá impulsando la actividad global en los próximos trimestres.

En este particular momento del ciclo económico, acabamos también de cruzar el primer aniversario de la vuelta a la Casa Blanca de Donald Trump. Sin duda alguna estos últimos 12 meses han sido muy intensos y este segundo mandato como presidente de Estados Unidos ha estado marcado por el intervencionismo económico. De todas formas, más allá del elevado ruido y de las constantes idas y venidas arancelarias, los datos económicos muestran que, por el momento, las distorsiones introducidas por las mayores barreras comerciales y las políticas proteccionistas de Trump no han derivado en fuertes desequilibrios ni mucho menos en un freno brusco de la actividad.

La mejor prueba de ello es que, entrando ya en la parte final del año, el comercio mundial lejos de mostrar una caída incluso se ha acelerado.

El volumen de transacciones de mercancías a nivel global crece de media un +4,7%, un ritmo superior al registrado en promedio durante el año pasado (+2,7%). Factor que está permitiendo además una cierta reactivación de la industria, que avanza a su mayor ritmo desde 2022.

1. La economía mundial mantiene su dinamismo

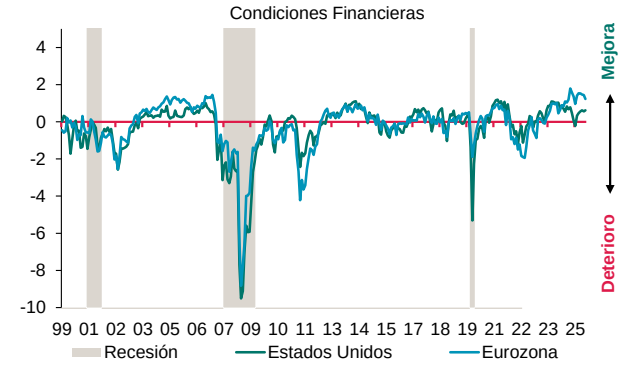


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Aunque previsiblemente veremos una desaceleración del comercio en los próximos meses a medida que comience a normalizarse el efecto anticipación –las importaciones se aceleraron antes subida de los aranceles–, la mejora que se percibe en estos dos indicadores económicos tan relacionados con el ciclo –comercio e industria–, nos permite afirmar que la economía global mantiene su dinamismo.

Por otro lado, más allá de los aranceles, no debemos olvidar el estímulo positivo al crecimiento que provienen de otras medidas económicas de la Administración Trump, como son la reforma fiscal o las políticas que tratan de mantener bajos los costes energéticos. En este segundo punto en particular, con un precio del petróleo que de media se sitúa un -14% por debajo de lo visto el año pasado, el consumidor y en particular el americano, se beneficiará de una mayor capacidad de gasto.

2. Las condiciones financieras actuarán como soporte



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Un impulso al consumo que también se está viendo favorecido por el positivo efecto riqueza a los hogares de mayores ingresos que está trayendo la subida del valor de los activos reales (inmobiliario) pero sobre todo la revalorización de los activos financieros.

Todo ello, unido a que las rebajas de los tipos oficiales están permitiendo una clara relajación de las condiciones monetarias, lo que históricamente coincide con momentos de crecimiento sostenido (gráfico 2).

Los acuerdos comerciales continuaron floreciendo en otoño.

La reciente gira de Trump por Asia ha generado un auténtico florecimiento de nuevos acuerdos, que ratifican nuestra tesis de que hay que ***mirar más allá del humo.*** Esta es sin duda, la prueba de la importancia de no dejarnos arrastrar por las constantes declaraciones y amenazas del presidente norteamericano en torno a la "guerra comercial".

Una vez más, el esquema del envite entre China y EE.UU., ha seguido el conocido patrón de amenazar, negociar y llegar finalmente a un acuerdo parcial que evite los peores escenarios. Ambas naciones, condenadas a entenderse, acuerdan dejar de "agredirse" en el futuro próximo. Así, en materia de aranceles, el resultado es el siguiente: 1) suspensión del gravamen amenazado del 100% adicional; 2) se posponen por un año los aranceles recíprocos hasta el 10 nov de 2026 –lo que evita que asciendan al 147%– 3) y se rebajan 10 p.p. las tasas vinculadas al fentanilo. De este modo, el arancel ponderado

promedio aplicado sobre China desciende del 57% al 47%, alcanzando niveles similares a los vigentes antes del *Liberation Day*.

A cambio, China ha reanudado las importaciones de soja estadounidenses (interrumpidas desde mayo) y se ha comprometido a aplazar durante un año las restricciones sobre las exportaciones de tierras raras hacia EE.UU.

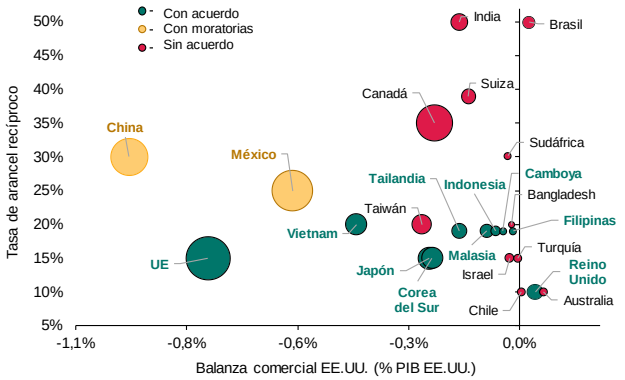
Por tanto, consideramos que este acuerdo se trata de una "patada hacia adelante" más que de un entendimiento definitivo, dado el aplazamiento de la moratoria hasta el año que viene, el suministro garantizado de tierras raras por un año y la futura visita entre Trump y Xi Jinping en 2026.

En el *tour* en los que diversos países asiáticos han sido partícipes –Malasia, Tailandia, Vietnam, Indonesia y Camboya–, se han insinuado posibles exenciones arancelarias futuras, aunque aún sin especificar bienes concretos. Estos países comparten una característica común: sus exportaciones están altamente concentradas en tecnología. De hecho, en el conjunto formado por Tailandia, Vietnam y Malasia, los ordenadores y productos electrónicos representan el 47% del total exportado a EE.UU. De manera que, aunque no se ha anunciado ninguna rebaja de aranceles, si se aplican exenciones sobre aquellos bienes que más exportan, entonces el impacto del gravamen anunciado sería mínimo, suponiendo otro juego de ilusionismo.

En paralelo, se desbloqueó el acuerdo comercial entre EE.UU. y Corea del Sur, estancado desde el verano. Como parte del pacto, los aranceles sobre las importaciones de automóviles surcoreanos se redujeron del 25% al 15%, igualando las condiciones de sus competidores japoneses. A su vez, Corea del Sur se comprometió a invertir 350.000 millones de dólares en territorio estadounidense.

En los últimos días, se han anunciado avances significativos en las negociaciones con Suiza e India. En el caso del país alpino, las conversaciones lideradas por los principales empresarios suizos podrían traducirse en una reducción de los gravámenes del 39% al 15%, si bien Trump aún no ha confirmado una tasa definitiva. En cuanto a India, el presidente estadounidense declaró que están "muy próximos a alcanzar un acuerdo beneficioso para todos", aunque no se ha definir ninguna tasa alternativa al 50%.

3. Los acuerdos alcanzan el 67,5% de las importaciones(*)

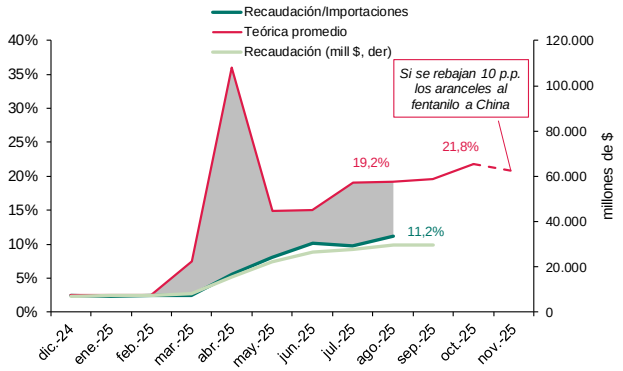


(*) El tamaño de los círculos representa el valor de importaciones estadounidenses desde cada país.
Fuente: ITA y Banca March.

Con todo, los acuerdos comerciales cubren un 67,5% de las importaciones totales de EE.UU. En esta cifra se incluyen también dos de sus principales socios: China y México, aunque no cuentan con acuerdos definitivos, han establecido moratorias que permiten mantener la estabilidad. Una aproximación a la casilla de salida que, en el fondo, no representa unas condiciones más favorables que las heredadas.

Por otro lado, la recaudación de septiembre en las aduanas fue de unos 29.600 millones de dólares, un aumento de apenas un +0,6% con respecto al mes anterior. En lo que va de año, el total asciende a 174.000 millones de dólares, un 4% del total de ingresos gubernamentales. En definitiva, cifras que muestran la importancia de discernir entre lo que Trump afirma y lo que realmente acaba impactando en la economía real: los aranceles recaudados en las aduanas apenas representan el 11% de las importaciones, frente a la tarifa promedio teórica del 22% anunciada por la administración norteamericana. Unas tasas que multiplican por cuatro las referencias efectivas de principios de año, pero que son la mitad de lo anunciado y que reflejan, entre otras cosas, la capacidad de adaptación de las empresas para evitar parte de los efectos negativos de la subida de impuestos aduaneros.

4. Recaudación de aranceles vs. aranceles anunciados



Fuente: ITA y Banca March.

Tribunal Supremo: en el caso de un veredicto en contra de los aranceles Trump dispondría de mecanismos alternativos para mantenerlos en vigor.

El proceso judicial para determinar la legalidad de los aranceles establecidos bajo el IEEPA continúa su curso y se espera que el Tribunal Supremo emita su decisión antes de fin de año. Estos gravámenes sujetos a resolución son los denominados "aranceles recíprocos", aplicados específicamente a países, de manera que los establecidos sobre los productos no se verían afectados. Hasta ahora, dos tribunales han declarado inválido este mecanismo, pero la decisión definitiva está en manos del Tribunal Supremo –compuesto por seis jueces de orientación conservadora y tres de tendencia liberal–.

Aunque en principio Trump contaría con una mayoría favorable, las preguntas formuladas durante la audiencia revelaron el escepticismo de al menos dos de los jueces conservadores, abriendo la puerta a una posible suspensión de estas tarifas.

En cualquier caso, una sentencia en contra no implicaría el fin de los aranceles, ya que la Administración de Trump cuenta con otras vías legales para seguir aplicándolos. Sin embargo, sí ralentizaría su implementación, además de obligar al gobierno la devolución de los ingresos recaudados bajo este mecanismo a los contribuyentes.

5. Vías alternativas de introducción de aranceles en EE.UU.

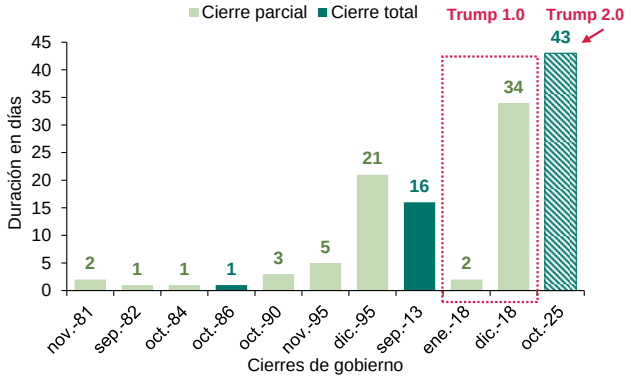
		Acción	Utilizado Trump 2.0?	Utilizado Trump 1.0?	Implementación inmediata?
Anulado	International Emergency Powers Act (IEEPA)	Aranceles relacionados con una **"emergencia nacional"**	✓	✗	✓
Mayor fundamento legal, pero requieren tiempo	Sección 232 (1962)	Aranceles en **productos** por **"seguridad nacional"**	✓	✓	✗
	Sección 301 (1974)	Aranceles **en paises** que representan un **"carga"** para EE.UU.	✗	✓	✗
	Sección 201 (1974)	Aranceles a productos por una **"salvaguarda"**	✗	✓	✗
Posible "puente"	Sección 122 (1974)	Aranceles **debido a una "crisis de balanza de pagos"** para EE.UU.	✗	✗	✓
Más excepcional	Sección 338 (1930)	Aranceles a un pais por **"discriminación contra EE.UU.."**	✗	✗	✓

Fuente: Banca March.

Fin inminente del cierre de Gobierno más largo de la historia.

El pasado 1 de octubre, el Congreso incumplió el plazo para aprobar los Presupuestos, lo que desencadenó el cierre de Gobierno más prolongado de la historia. La causa principal se debe a que los demócratas utilizaron sus votos como herramienta de negociación para evitar que expiren los subsidios al seguro médico (Obamacare).

6. El cierre de Gobierno más largo de la historia



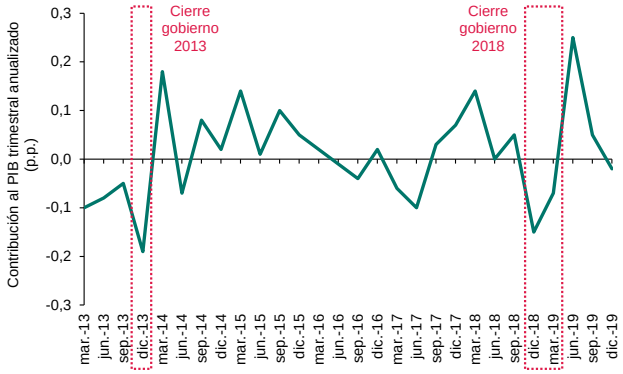
Fuente: Casa Blanca y Banca March.

Durante los cierres de Gobierno hay servicios públicos que continúan funcionado, en concreto los denominados como "gastos obligatorios" –Medicare, Medicaid y parte de la Seguridad Social–, así como agencias más independientes como la Reserva Federal o el Servicio Postal. Sin embargo, el resto de departamentos –Defensa, Educación, Transporte, entre otros– permanecen cerrados. Se mantienen servicios mínimos de empleados que trabajan sin sueldo (como los controladores aéreos o agentes de seguridad), mientras que otros trabajadores quedan suspendidos de sus funciones (650.000 personas). En cualquier caso, sus salarios se les reintegran posteriormente.

La urgencia por negociar ha ido en aumento ante presiones como la acumulación de 14.000 millones de dólares en sueldos impagados a los empleados federales y las cancelaciones de vuelos por la escasez de controladores aéreos, quienes han continuado trabajando sin recibir sus salarios. Así, en la última votación en el Senado, los demócratas ya han cedido para permitir la reapertura del Gobierno bajo la promesa de que el mes que viene su petición de mantener la vigencia de Obamacare se someterá a votación. Los siguientes pasos consisten en la aprobación de la Cámara de Representantes y la firma de Trump, algo que podría ocurrir en los próximos días y poner fin al cierre. Sin embargo, el acuerdo presupuestario solo estará vigente hasta el 30 de enero, fecha en la que podría producirse un nuevo cierre del Gobierno.

Aunque el impacto económico de estos episodios suele ser transitorio, la prolongación del cierre aumenta la posibilidad de que se hayan generado efectos irreversibles.

7. El consumo federal resta al PIB puntualmente



Fuente: Bloomberg y Banca March.

En cuanto al impacto económico, los efectos negativos sobre el PIB y la tasa de desempleo, por lo general, son revertidos una vez reanudadas las funciones habituales. En el caso del impacto sobre el PIB, se estima que, por cada semana de cese, el crecimiento del PIB trimestral se reduce entre -0,1 y -0,2 p.p., para luego recuperarse en la misma proporción. Este patrón puede observarse en el Gráfico 7, que aísla el efecto del cierre de Gobierno al considerar la contribución al PIB del consumo federal. Esta partida del PIB incluye gastos como la remuneración de los funcionarios o inversiones en infraestructura civil, entre otros. No obstante, al tratarse del cierre de Gobierno total más largo de la historia, podrían haberse intensificado los efectos perjudiciales.

Respecto a la tasa de desempleo, si los 650.000 empleados se mantienen "en suspenso" entre el 12 y el 18 de octubre y noviembre, se contabilizarán como desempleados, lo que podría provocar un repunte

de hasta +0,4 p.p. en la tasa de desempleo de octubre y noviembre, al 4,7% desde el 4,3% (último dato disponible, correspondiente a agosto). Esta situación se corregiría en el mes siguiente, retornando a los niveles base.

Navegando en la niebla: sin acuerdos en Washington, sin datos oficiales en los mercados.

La parálisis gubernamental está provocando una ausencia de datos sin precedente histórico al no poderse publicar las estadísticas económicas oficiales en Estados Unidos. Todo esto dificulta el análisis de la evolución de la actividad en un momento en el cual existen elevados temores a que los mayores aranceles acaben empujando la economía a una contracción.

Ante esta carestía centramos nuestro análisis en indicadores privados y de alta frecuencia que nos permiten seguir la economía casi en tiempo real. La buena noticia es que, las cifras que monitorizamos internamente apuntan a que el consumidor norteamericano continúa gastando a pesar de las incertidumbres.

El consumidor americano no se frena: ocio y viajes continúan al alza

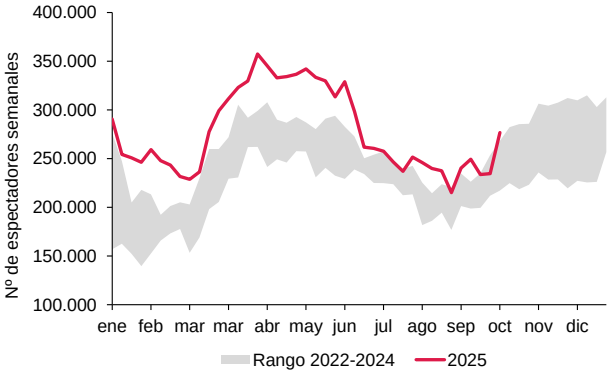
Las reservas en restaurantes a través de la plataforma on-line OpenTable crecen actualmente a tasas de doble dígito (+11%). Otra fuente fiable de información sobre movilidad y, por ende, de la actividad económica que utilizamos son el número de pasajeros en avión. Con cerca de 2,5 millones de personas diarias de media en el último mes, se alcanzan niveles superiores al rango habitual para estas mismas fechas en todos los años anteriores. Todo ello a pesar de los retrasos constantes en los vuelos a lo largo del cierre de Gobierno, provocados por la escasez de controladores aéreos, quienes continúan trabajando sin sueldo. Para aliviar la presión de falta de personal, se ha decretado la reducción del -10% de los vuelos regionales y nacionales. Este efecto se encuentra suavizado en los 2,5 millones de pasajeros comentados, al tratarse de un promedio mensual. Sin embargo, al analizar aisladamente el conjunto de los últimos dos datos diarios publicados, se observa que efectivamente el tráfico aéreo ha disminuido un -10,4% con respecto a 2024.

8. La actividad en tiempo real

			Último dato	Dato hace 12m
Consumo				
Índice Redbook	YoY		5,5%	5,4%
Reservas restaurantes	YoY		10,6%	4,5%
Tráfico aéreo pasajeros	mill		2,48	2,45
Empleo				
Peticiones subsidios	miles		219	222
Nuevos puestos (Linkup)			2.465	2.957
Industria				
Producción de acero	YoY		6,6%	-4,1%
Tráfico de trenes de carga	YoY		-3,9%	4,2%

Fuente: IBDB, Bloomberg y Banca March.

9. Los teatros en Broadway siguen llenándose



Otra muestra clara del elevado dinamismo del consumo se encuentra en la icónica industria de Broadway (gráfico 9). Las taquillas de este conglomerado de más de 40 teatros de Nueva York continúan registrando ventas superiores al rango experimentado durante los tres últimos años (2022-24). Todos estos indicadores dejan una idea clara y apuntan en la misma dirección: a pesar de los aranceles, del cierre del gobierno y de otras incertidumbres, los hogares americanos siguen disfrutando del ocio.

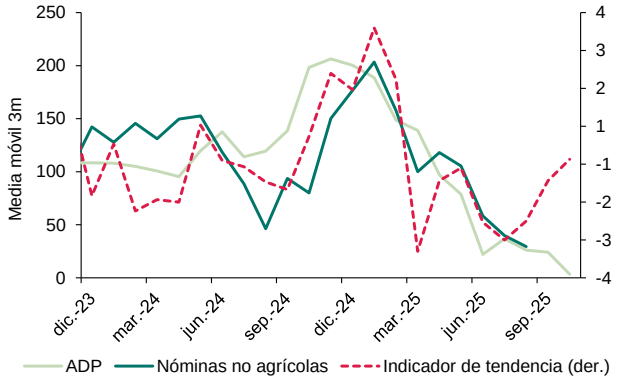
Por ello, aunque navegamos en una niebla generada por la ausencia de estadísticas oficiales, podemos ratificar nuestro escenario de que el consumo seguirá sosteniendo la actividad de la principal economía del mundo.

Más aún si tenemos en cuenta que con la reforma fiscal implementada por Trump (la conocida como *One Big Beautiful Bill Act*), llegarán rebajas fiscales retroactivas, cuyas devoluciones a los contribuyentes están previstas para inicios de 2026. El periodo de devolución será entre febrero y abril del próximo año y, según estimaciones del propio IRS (Servicio de Impuestos Internos), la cantidad promedio de las devoluciones pasaría de los 3.186$ actuales a 3.743$ el próximo año, lo que representa un aumento de 557$ por contribuyente. Estos reembolsos actuarán como una inyección puntual de liquidez que permitirán aliviar los efectos negativos de la mayor inflación derivada de los aranceles y también insuflarán confianza a los consumidores durante el 1T de 2026.

El mercado laboral transita hacia un escenario de baja contratación, pero con despedidos contenidos.

La pieza fundamental para que el ciclo económico pueda mantenerse a flote no es otra que el mercado laboral. En este punto, y a la espera de las cifras oficiales que ya acumulan dos meses sin publicarse, los datos privados conocidos este mes han permitido frenar los peores temores.

10. Según las encuestas a empresarios, la creación de empleo privado debería estar tocando fondo(*)



(*) Indicador de tendencia calculado a partir de datos de confianza empresarial del ISM y de las pymes.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

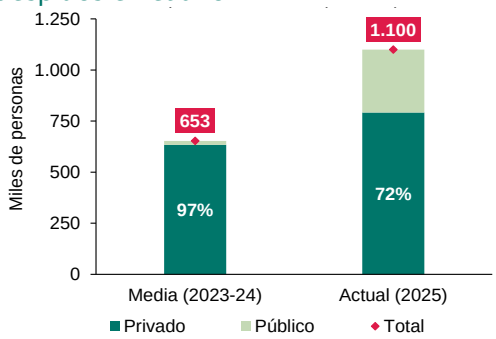
En concreto, los datos realizados por la consultora ADP sorprendieron al alza en octubre y mostraron un aumento de +42 mil nuevos empleados –una clara mejora frente a la caída de -29 mil de agosto y los -3 mil de julio–. Como vemos en el gráfico, aunque la media de los últimos tres meses continúa reflejando una notoria desaceleración de la contratación, las cifras de octubre fueron positivas al confirmarse que se frena la destrucción de empleo en la economía.

Asimismo, es importante destacar el importante giro en la percepción de los propios empresarios. Las encuestas de confianza apuntan a que hemos tocado suelo en el deterioro del mercado laboral (gráfico 10). Desde finales del verano los empresarios se muestran más propensos a incrementar los niveles de contratación, lo que habitualmente adelanta una mejora del empleo en Estados Unidos.

Menos positivos fueron los datos de despidos, que según el informe de la consultora *Challenger, Gray & Christmas*, mostraron que las empresas estadounidenses eliminaron 153 mil puestos de trabajo en octubre, lo que supone la mayor reducción de plantilla mensual en más de 22 años. Con ello, en el acumulado del año la reducción de plantilla supera el millón de personas, un incremento del 65% frente al año pasado.

Sin embargo, este fuerte incremento de los despidos no vino explicado por un deterioro del sector privado –representa 72% de los despidos frente al 93% de media en 2023-24–, sino que se debió a los fuertes recortes de personal en el sector público (-300 mil personas en el año), que por sí solas explicaron dos tercios del total del incremento de los despidos en el año.

11. El sector público explica 2/3 de los despidos en el año



Fuente: Challenger, Gray & Christmas y Banca March.

En conjunto, si bien el visible deterioro de las métricas de creación de empleo y de despidos no suponen buenos augurios y elevan nuestra preocupación sobre la sostenibilidad ciclo económico, consideramos que hay

factores que permitirán que la economía siga funcionando en un contexto de baja contratación, pero también con bajos despidos.

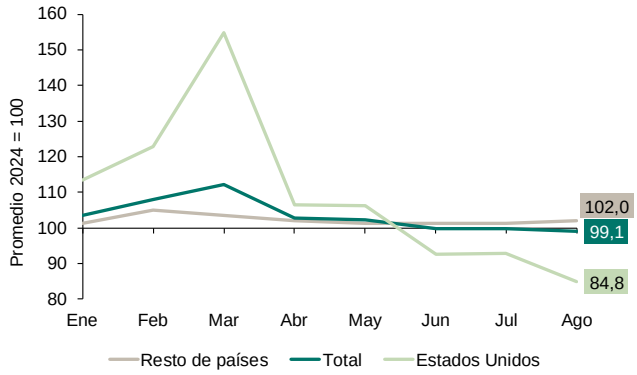
Históricamente, para que las empresas incrementen los despidos de forma notable, es necesario asistir previamente a una caída de los beneficios empresariales, algo que está muy lejos de la actual situación empresarial estadounidense: en el primer semestre del año, los beneficios agregados crecieron a ritmos por encima del +4% interanual.

El renacer de la vieja Europa encuentra obstáculos.

La actividad de la eurozona se ha mostrado volátil durante la primera mitad del año y las últimas cifras ya relativas al 3T, vuelven a poner de manifiesto que la región sigue acaeciendo de un crecimiento débil, desigual y con un trasfondo de fragilidad de las cuentas públicas en la mayoría de sus economías.

El incremento de los aranceles de Estados Unidos y la mayor competencia de las exportaciones desde China son importantes obstáculos en el camino. La conjunción de estos dos factores está provocando un freno de las exportaciones, lo que castiga con mayor intensidad al sector industrial de Alemania.

12. Exportaciones de la eurozona



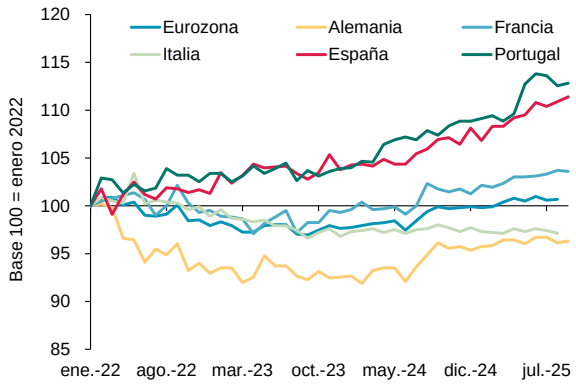
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Aunque en el acumulado del año las exportaciones europeas a Estados Unidos crecen un +10%, esto se explicó por el efecto anticipación a la entrada en vigor de los aranceles que llevó a un fuerte repunte de las ventas en el 1T del año. Sin embargo, este comportamiento se está revirtiendo con celeridad y las últimas cifras que son ya relativas a agosto, registran caídas del -15% comparadas con el promedio del año pasado.

Frente a ello, la demanda interna de la región se está viendo impulsada por los menores costes de financiación (el BCE ha rebajado en -200 p.b. el precio del dinero desde el comienzo de bajadas en junio de 2024) y por un mercado laboral que registra tasas de paro del 6,3% para el conjunto de la región, en niveles mínimos históricos.

Además, el turismo continúa llegando a la región lo que está favoreciendo una reactivación desigual del consumo entre países: como ejemplo, desde el inicio de 2022, las ventas al por menor en términos reales se han expandido a un mayor ritmo en economías más turísticas como España, Portugal o Francia. Mientras en Alemania o Italia, más castigadas por la subida de precios de la electricidad y de la inflación, las ventas minoristas todavía no han recuperado niveles previos a la invasión de Ucrania.

13. Los países más dependientes del turismo lideran el avance en las ventas al por menor (consumo)



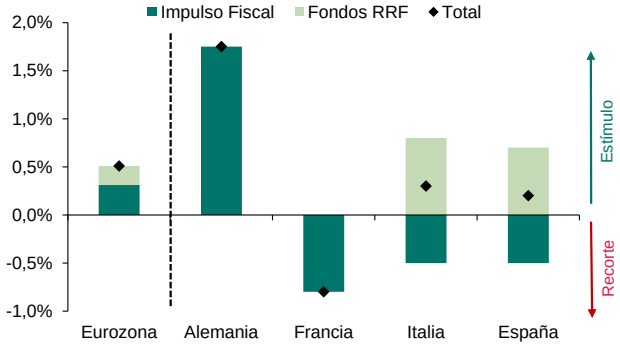
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En este entorno, el PIB de la región logró avanzar en el 3T un +0,2% trimestral, una décima por encima del dato anterior. Ahora bien, entre las grandes economías, fue llamativo que el mejor desempeño vino por el lado de España (+0,6% trimestral) y también Francia (+0,5%). Por su parte, las economías más industriales como Alemania e Italia, aunque lograron abandonar la contracción vista en el trimestre anterior, su crecimiento siguió sin despegar afectado por las menores exportaciones.

Tras años de estancamiento, el giro histórico de Alemania será un revulsivo que terminará impulsando una reactivación.

En cuanto a las cuentas públicas, 2026 traerá cambios y por primera vez desde el final de la pandemia, en agregado la política fiscal de Europa dejará de ser contractiva.

14. Impulso fiscal previsto en presupuestos 2026



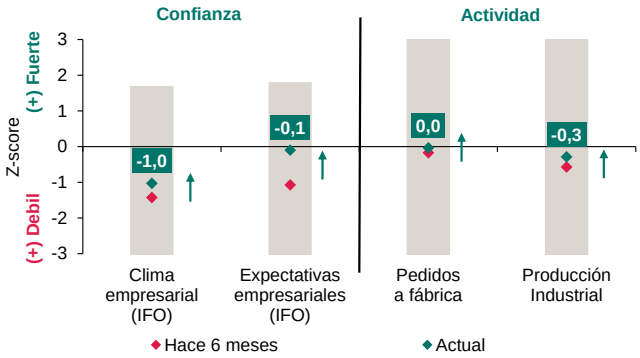
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Ahora bien, este número esconde una realidad muy diferente entre las grandes economías de la región. Como muestra el gráfico, solamente Alemania tiene capacidad propia de impulso fiscal, mientras que Francia tendrá que seguir reajustando su abultado déficit (5,4% del PIB) o Italia donde los estímulos dependerán al igual que en España de una mejora de la implementación de los fondos europeos de Next Generation.

Si nos centramos en Alemania, durante el primer trimestre del año se aprobaron los fondos especiales para infraestructuras y defensa, además de la reforma constitucional que flexibiliza los límites fiscales. No obstante, su activación dependía de la aprobación del presupuesto de 2025, que no llegó hasta septiembre, manteniendo paralizado el estímulo fiscal. Ahora, con los presupuestos aprobados y una mayor certidumbre sobre los aranceles acordados con Estados Unidos, comenzamos a ver cierta recuperación que consideramos que ganará impulso a lo largo de 2026.

Las primeras señales están llegando de una mejora de los principales indicadores de clima empresarial en octubre (gráfico 15) y también de unos pedidos a fábrica que en septiembre y por primera vez en los últimos cinco meses se encuentran en terreno positivo al crecer un +1,1% en el mes. Parece, por tanto, que nos dirigimos a que Alemania inicie su reactivación y con ello recupere a lo largo del próximo año su papel como motor de crecimiento en la región.

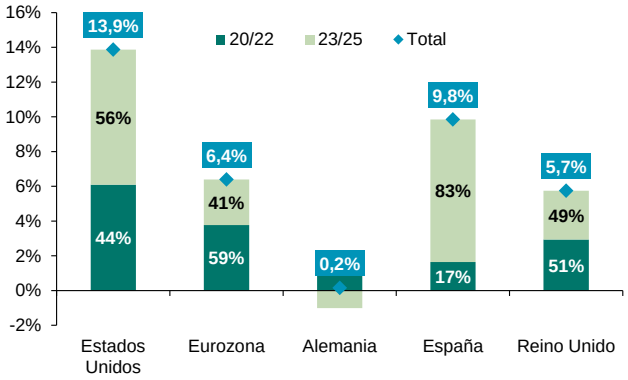
15. Alemania: Mejora de la actividad y la confianza



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Con todo ello, al contrario de lo visto durante estos últimos años, cuando los servicios –y en particular el turismo– fueron el principal motor, consideramos que en los próximos años vendrá un ciclo marcado por la necesidad de incrementar la inversión en infraestructuras y en defensa. Este cambio hará que sean las economías más industriales las que pasen a liderar la reactivación.

16. Crecimiento del PIB desde la pandemia



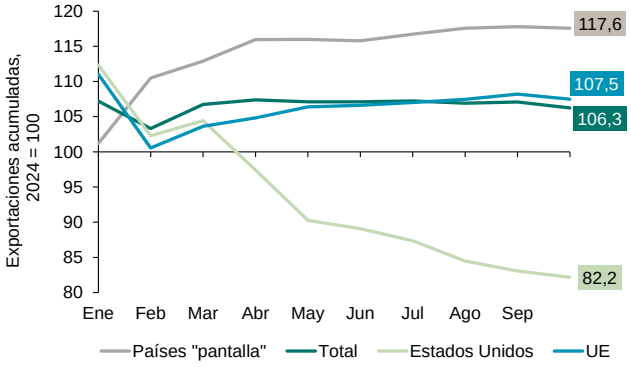
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Como vemos en el gráfico, tras un lustro de estancamiento, consideramos que ha llegado el momento de que Alemania comience a cerrar parte del elevado diferencial de crecimiento acumulado desde la pandemia: el PIB de la zona euro está 6,4 p.p. por encima de lo registrado antes de la COVID, mientras que el de Alemania apenas se ha incrementado.

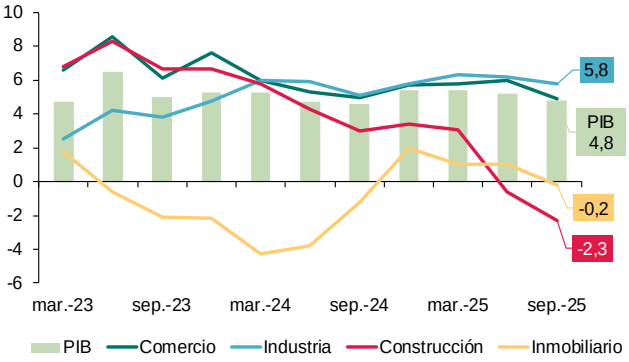
En China las vulnerabilidades no remiten y serán necesarios nuevos estímulos.

En los últimos trimestres ha crecido la divergencia entre oferta y demanda en esta economía. La flexibilidad y resiliencia de su sector exterior fue la principal sorpresa positiva y, como vemos en el gráfico 17, las exportaciones totales se sitúan un 6% por encima del año pasado. Un resultado sorprendente, dado que las exportaciones hacia el resto del mundo han logrado más que compensar la fuerte caída de las ventas hacia Estados Unidos (-18%). En términos de PIB, permitió el avance de la industria en un +5,8% interanual durante el 3T, consolidándose como el principal motor de crecimiento.

17. China ha logrado compensar la caída en las exportaciones hacia EE.UU.



18. El crecimiento del PIB cumple objetivos, pero con debilidades



(*) Países pantalla: Taiwán, Indonesia y Vietnam.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Esto contrasta con la debilidad del consumo privado, que continúa castigado por la crisis inmobiliaria, que también derivó en una caída de la inversión fija, algo no visto en China desde la pandemia. En este entorno, el partido Comunista ha comenzado a publicar lo que serán las líneas maestras de su 15º Plan Quinquenal, que abarcará el periodo entre 2026 y 2030. El objetivo se centra en reequilibrar la economía y sitúan la tecnología y la seguridad como temas centrales del progreso económico para el próximo lustro (ver tabla).

19. El nuevo Plan Quinquenal presenta un objetivo claro: el reequilibrio

Objetivos	Métricas	Plan 14º (21-25)	Actual (2024)	Expectativas Plan 15º (26-30)
Crecimiento	Avance PIB	Aprox. 5%	5,5%	4,5% - 5%
Innovación	Gasto I+D (% PIB)	Aumentando	2,7%	Se espera subidas de los objetivos y mayores inversiones
	Patentes por 10.000 hab.	12	14	
	Contribución economía digital	10%	10,4%	
Calidad de vida y medio ambiente	Crec. Ingresos (per cápita)	Similar PIB	5,7%	Mantener la senda actual
	Tasa de paro	< 5,5%	5,3%	
	Expectativa vida	78	79	
	% energía no-fósil	20%	19,8%	Reforzar objetivos para alcanzar estas metas
	Reducir CO2 por unidad de PIB	18%	8%	

Fuente: Banca March.

El Gobierno aspira elevar el PIB per cápita desde los actuales 14.000 dólares hasta superar los 25.000 para 2035 y una de las principales metas del nuevo plan se centra en aumentar "significativamente" la tasa de consumo de los hogares, aunque las medidas de acción específicas no se revelarán hasta que se publique la versión final el próximo marzo. Para lograr este objetivo de aumentar el consumo privado, a medida que se incrementan los ingresos, será necesario normalizar las altas tasas de ahorro de los hogares (superan el 31% de los ingresos). Por tanto, en marzo llegarán nuevos estímulos en China, con medidas más concretas que, por un lado, elevarán el gasto en I+D para mantener la competitividad en la carrera de la Inteligencia Artificial. Al mismo tiempo, a nivel interno, se implementarán acciones destinadas al fortalecimiento de las redes de seguridad social en educación, atención médica y cuidado de niños y ancianos, que logren liberar fondos desde el ahorro al consumo.

La inflación diverge a ambos lados del Atlántico: veremos repuntes en Estados Unidos, mientras que en la zona euro las presiones están más equilibradas.

La inflación se ha estabilizado a nivel global, si bien con tendencias divergentes entre las grandes potencias: China continúa en deflación, en la zona euro los precios están equilibrados, mientras que, en Estados Unidos, veremos en el corto plazo un repunte.

Comenzando con la zona euro, en octubre el IPC se ha moderado hasta +2,1% interanual, con la tasa subyacente en un cómodo +2,4%. Por componentes, la única excepción a la moderación de los precios vino por el lado de los servicios, muy ligado a la fortaleza del mercado laboral y aumento de salarios –la zona euro registra su menor tasa de paro de la historia–. Ahora bien, con un crecimiento débil, consideramos que no existen presiones internas en la economía que nos lleven a temer un repunte de los salarios y, con ello, una posible reavivación de la inflación desde el sector servicios.

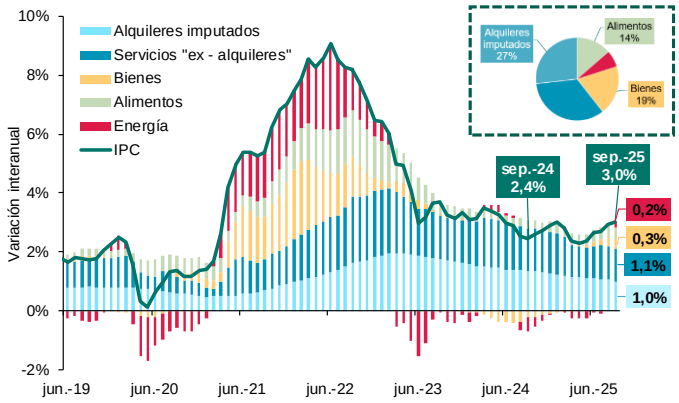
Además, se unen factores externos benignos: el euro se encuentra más apreciado que a comienzos del año y, con costes energéticos contenidos, anticipamos que el IPC de la región se mantendrá en niveles cercanos al +2% hasta al menos finales del próximo año.

Los mayores aranceles irán reflejándose en la inflación de Estados Unidos, pero su efecto será transitorio.

En Estados Unidos, la única publicación oficial del instituto de estadística durante este cierre de Gobierno fue precisamente el IPC correspondiente a octubre, que se publicó con 9 días de retraso.

Tanto la tasa general como la subyacente se situaron en un +3% interanual. Como muestra el gráfico, una de las novedades fue que los precios de los servicios registraron el menor avance desde 2021, de la mano de la desaceleración de los alquileres imputados –componente que pesa casi un cuarto del IPC– y que, por primera vez en los últimos cuatro años, ha aportado menos de 1 p.p. a la inflación.

20. Inflación en EE.UU.: desaceleración en los servicios frente a reactivación en los bienes



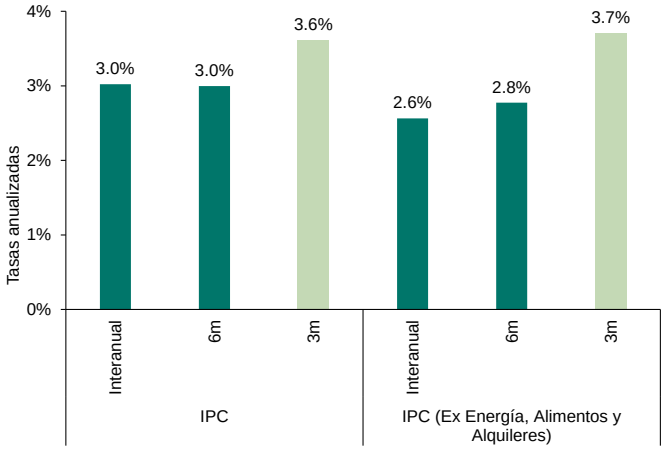
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Sin embargo, pese a la moderación en los servicios, la inflación en Estados Unidos repuntó y alcanzó su mayor incremento en el año. Este aumento se debió a una mayor contribución de la energía, pero sobre todo al cambio en los precios de los bienes, que aportaron ya tres décimas.

De cara a los próximos meses, consideramos que esta tendencia va a continuar y que la subida de aranceles irá permeabilizando en la economía, por lo que asistiremos a un repunte más acusado de los precios de los bienes.

Este efecto comienza a ser visible, y como muestra el gráfico 21, si medimos el cambio registrado en los últimos tres meses y lo anualizamos –una medida del "*momentum*" o tendencia– vemos como la tasa de inflación estaría aumentando a ritmos ya por encima del +3,5%. Niveles que pensamos veremos alcanzarse durante el primer trimestre del próximo año, cuando el efecto base de la subida de los aranceles sea más acusado.

21. La tendencia creciente en la inflación ya ha comenzado a reflejar el impacto de los aranceles

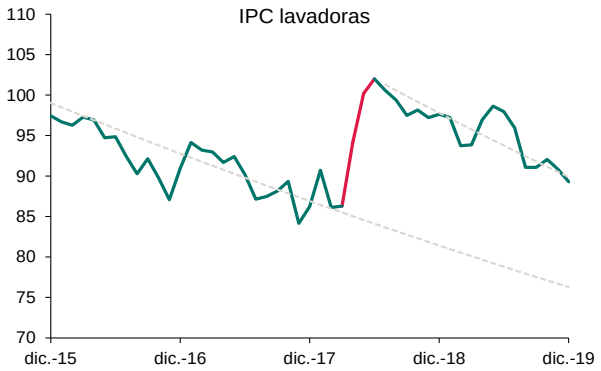


Fuente: Bloomberg y Banca March.

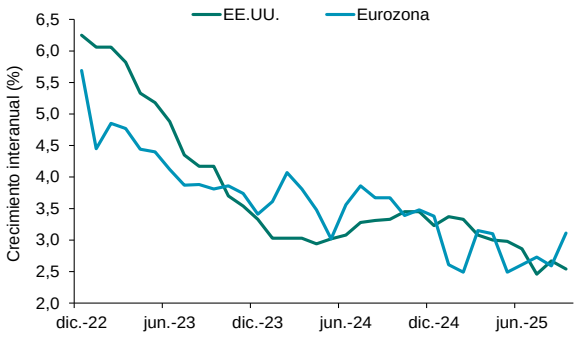
Ahora bien, este incremento de las presiones inflacionistas que traerán los aranceles, pensamos que serán temporales y por tanto transitorios. Por una parte, el peso dentro del IPC del componente más expuesto a la subida de los costes de importación (aranceles) son los bienes y aun tomándolos en su totalidad, su peso es relativamente reducido en la cesta de la compra al representar menos de un quinto del total del IPC. Por otro lado, los ejemplos vistos en el Trump 1.0 con subidas de aranceles a bienes específicos como fueron las lavadoras, provocaron un cambio de base, pero no alteraron la tendencia de los precios (gráfico 22).

Más importante aún, es que anticipamos que, con un menor dinamismo del empleo los salarios seguirán moderándose, lo que reducirá el riesgo de efectos de segunda ronda de los mayores aranceles sobre la inflación. Por ello, los precios de los servicios (incluido el importante concepto de los "alquileres imputados" al propietario que son muy relevantes en el IPC americano) continuarán frenándose y poniendo un techo a los repuntes de la inflación.

22. Efecto puntual sobre los precios de las lavadoras ante los aranceles de 2018



23. La moderación en los salarios amortiguará parte del repunte en el IPC



Fuente: Indeed, Bloomberg y Banca March.

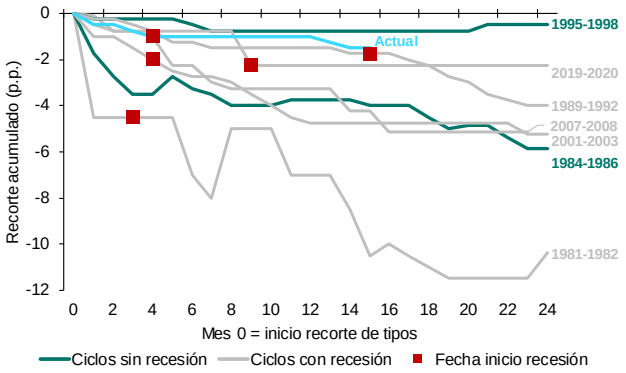
En resumen, vemos una inflación que se mantendrá estructuralmente más elevada en Estados Unidos, pero tendiendo a niveles del +2,5% a finales del próximo año, lo que confirmaría que el repunte es transitorio. En la zona euro, esperamos estabilidad y, tanto la tasa general como la subyacente, continuarán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

BANCOS CENTRALES

La Reserva Federal seguirá con los recortes de tipos paulatinos en consonancia con la fortaleza de la economía.

El hecho de que hayan pasado ya 15 meses desde que, en septiembre de 2024, se comenzaran a rebajar los tipos de interés y no se haya producido una recesión, nos hace ganar confianza en nuestra tesis de que nos encontramos ante un aterrizaje suave de la economía y en un ciclo que se parece al del año 1995. Tal y como muestra el gráfico, la referencia de los 15 meses es muy importante porque, desde un punto de vista histórico, es el periodo más largo de tiempo transcurrido entre el inicio del ciclo de recorte de tipos y la recesión de 1990.

24. EE.UU.: recortes de tipos Fed frente a recesiones

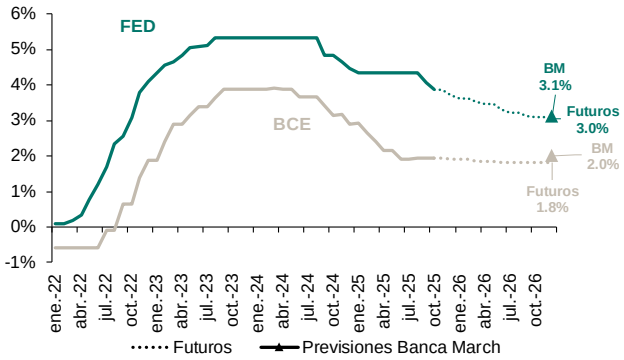


Fuente: Bloomberg y Banca March.

En este sentido, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, ha sabido regular la temperatura de la economía sin precipitaciones, ignorando las exigencias del propio Trump en materia de recortes. No obstante, el reciente cierre de Gobierno supone un reto adicional para la autoridad monetaria, que actualmente navega en la neblina ante la falta de estadísticas oficiales asociadas al empleo y los precios.

Caminos contrapuestos entre la Fed y el BCE. Anticipamos tres bajadas adicionales por parte de la Fed hasta diciembre de 2026, mientras que el BCE no moverá fichas.

25. Fed vs. BCE: expectativas de tipos de interés



Fuente: Bloomberg y banca March.

La Reserva Federal ha anunciado el fin de su programa de reducción de balance (*QT*) a partir de diciembre —dejando de drenar liquidez del sistema financiero—, y continuará de manera paralela con su senda gradual de recortes en los tipos de interés. Mientras tanto, los tipos oficiales en la zona euro se sitúan próximos a la neutralidad por lo que, en nuestra opinión, a partir de ahora el BCE permanecerá sin cambios en los tipos de interés. En paralelo, y a diferencia de la Fed, proseguirá con la reducción de su balance a lo largo de los próximos meses.

El balance de la Fed como % del PIB finalizará el año ligeramente por encima de los niveles previos a la pandemia. A partir de entonces, el principal banco central del mundo adoptará una política neutral en cuanto al balance, algo que no ocurría desde finales de 2017.

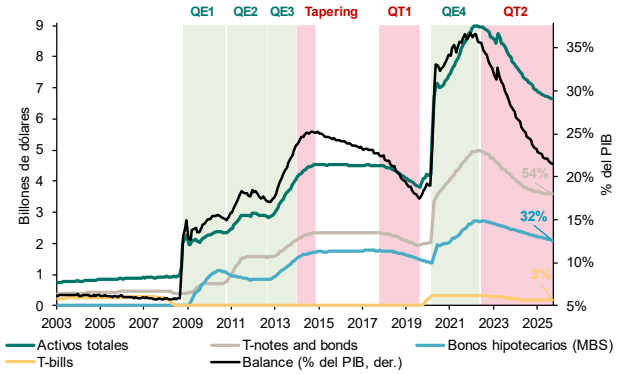
Por el lado de la autoridad monetaria estadounidense, después de tres años y medio, el proceso de reducción de balance llega a su fin tras las recientes tensiones vividas en el mercado monetario. Esta mayor liquidez en la economía se verá compensada por unos tipos oficiales –actualmente en el rango 3,75% - 4%– que continuarán siendo restrictivos.

En concreto, la Fed finalizará el año con un balance en torno al 21% del PIB, apenas por encima del 19% registrado a comienzos de 2020. De cara al futuro, bajo el nuevo esquema todos los vencimientos

serán renovados, aunque los vencimientos correspondientes a bonos hipotecarios (MBS) serán reinvertidos en bonos del Tesoro a corto plazo.

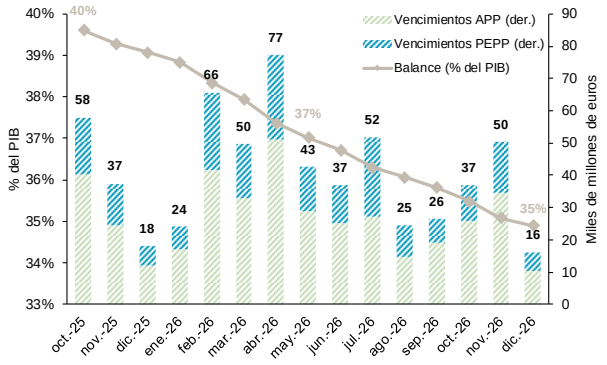
Esta decisión responde a dos preocupaciones reiteradas por los miembros del comité. Por un lado, y a diferencia de los MBS que tienen un vencimiento superior a los 10 años, los bonos del Tesoro a corto plazo están más alineados con las tasas de interés que la Fed controla, lo que facilita la transmisión de la política monetaria y otorga un mayor margen de maniobra. Asimismo, varios oficiales han manifestado su intención de reducir la exposición al sector inmobiliario, considerado por muchos como ajeno al mandato de política monetaria y una potencial fuente de distorsiones.

26. Fed: evolución activos(*)



(*) Los % indican el peso sobre los activos totales.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

27. BCE: evolución activos



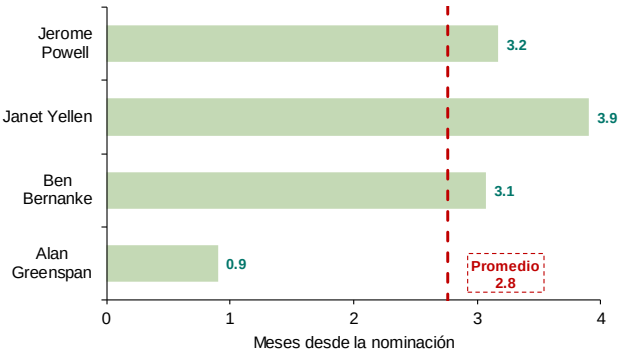
Por el contrario, la entidad europea presidida por Christine Lagarde proseguirá con la retirada de liquidez mediante la reducción de balance. Según nuestras estimaciones, el BCE se desprenderá de activos por un total de 560.000 M€ durante los próximos meses, lo que supondrá una disminución de -5 p.p. como porcentaje del PIB.

Fed: Trump ya baraja el nuevo candidato a presidente.

Dentro de 6 meses, Jerome Powell dejará su cargo como presidente de la Reserva Federal —aunque permanecerá como miembro del comité hasta 2028—, por lo que la Administración Trump ya está valorando posibles sucesores.

Históricamente, entre la nominación del nuevo candidato y la toma de posesión suele haber casi tres meses, por lo que la designación de un candidato a presidente antes de febrero de 2026 constituiría una nueva intromisión por parte del Ejecutivo.

28. Meses entre la nominación de un candidato y la toma de posesión(*)



(*) Se considera fecha de nominación cuando el presidente envía la solicitud al Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En este contexto, el actual secretario del Tesoro, Scott Bessent, ha indicado que está evaluando a cinco posibles aspirantes entre los que figuran dos miembros actuales de la Junta de Gobernadores de la Fed: Michelle Bowman y Christopher Waller, ambos nombrados durante el primer mandato de Trump. No obstante, los favoritos para liderar la institución son Kevin Hassett, actual director del Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca y Kevin Warsh, exgobernador de la Reserva Federal –nombrado por Bush en 2006–. Entre ambos, Warsh destaca como el candidato más alineado

con la visión económica de Trump: ha sido crítico con la gestión de Jerome Powell y ha defendido públicamente recortes en los tipos de interés, en línea con la preferencia de la Casa Blanca por una política monetaria más expansiva. Pensamos que su eventual nombramiento podría generar cierta inquietud en los mercados, al interpretarse como una señal de mayor alineamiento político y menor independencia institucional.

RENTA FIJA

Mantenemos nuestra cautela respecto a la duración ante unas mayores necesidades de financiación de los Estados a ambos lados del Atlántico. Asimismo, en el caso de Estados Unidos, los tipos de interés actuales no reflejan el repunte temporal de la inflación.

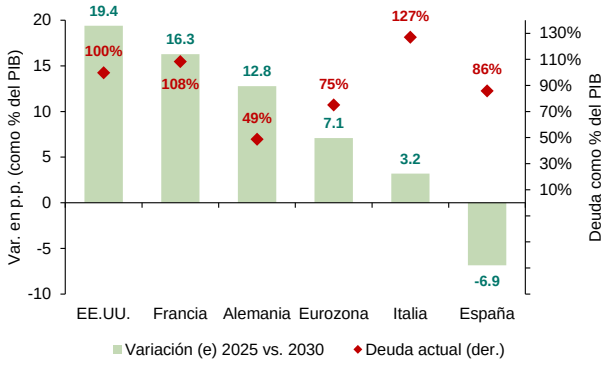
El desequilibrio de las cuentas fiscales no es un buen aliado para la duración. Tanto en el gigante norteamericano como en las principales economías de la zona euro, los gobiernos seguirán elevando sus niveles de deuda, lo que ejercerá una presión creciente sobre los tramos largos de las curvas soberanas.

Con la llegada de Trump a la Casa Blanca y, principalmente, tras el *Liberation Day*, la deuda soberana ha dejado de desempeñar su tradicional rol de activo refugio en contextos de elevada incertidumbre. Este débil desempeño de los bonos, que apenas han generado una rentabilidad del +1,3% desde comienzos de abril (con divisa cubierta), se explica por la presión inflacionista derivada de la guerra tarifaria y, por otro lado, debido a la aprobación de la *One Big Beautiful Bill Act*, que empeorará aún más la delicada salud del balance fiscal.

29. Expectativa inflación a un año(*) vs. Tir bono 10A EE.UU.

(*) *Nowcast* de la Fed de Cleveland.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

30. Variación de la deuda pública (2025 vs. 2030)

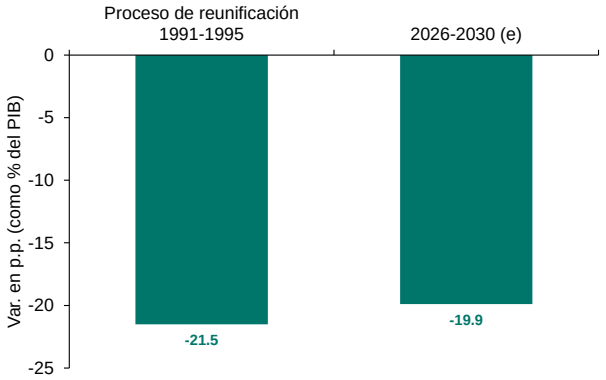


Fuente: Bloomberg, FMI y Banca March.

Según estimaciones del FMI, la deuda pública estadounidense, actualmente situada en el 100% del PIB, podría incrementarse en casi +20 p.p. hacia finales de 2030. No obstante, cabe señalar que este deterioro no será exclusivo de Estados Unidos, sino que también afectará a las principales economías del Viejo Continente. En números, la deuda de la zona euro en su conjunto alcanzará niveles del 81% del PIB en los próximos años, lo que supone un aumento de +7,1 p.p.

Entre las grandes economías de la zona euro, si bien Francia será la que exhiba un deterioro más acusado (+16,3 p.p. hasta alcanzar el 121% del PIB), el abandono de la austeridad por parte de Alemania será muy destacado. Puesto en perspectiva, el déficit fiscal que acumulará Alemania durante los próximos años con estas reformas representa el mayor deterioro desde el proceso de reunificación que tuvo lugar en el país germano en el año 1990 y concluyó con la adhesión de la antigua República Democrática Alemana (RDA) bajo la jurisdicción de la República Federal de Alemania (RFA).

31. Alemania: variación acumulada del déficit fiscal como % del PIB



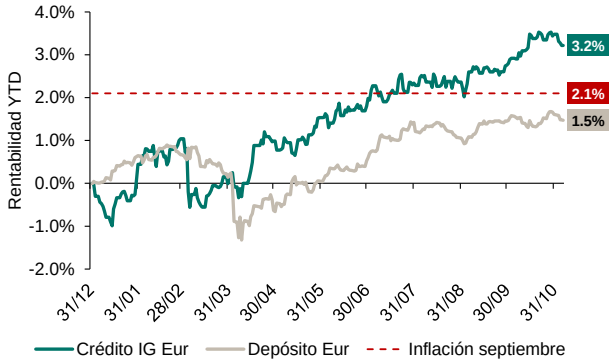
Fuente: Bloomberg y Banca March.

En Europa, es necesario asumir un mayor nivel de riesgo para preservar el capital. Seguimos apostando por el crédito europeo de buena calidad gracias al *carry* y un entorno macroeconómico favorable que permitirá batir a la inflación con una volatilidad contenida.

En este lado del Atlántico, la deuda corporativa de buena calidad ha mostrado un buen comportamiento a pesar de la incertidumbre global y los episodios de inestabilidad política registrados en la región, particularmente en Francia.

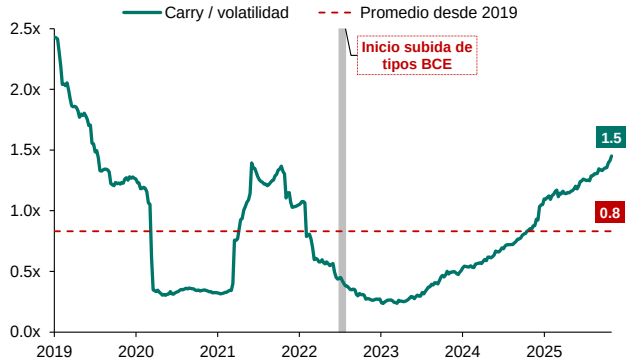
A poco menos de dos meses para cerrar el año, el segmento ha aportado una rentabilidad cercana al +3,2% con una volatilidad reducida. Por otro lado, y como hemos advertido en ocasiones anteriores, la deuda de muy corto plazo ha dejado de ofrecer retornos reales positivos, incluso en un entorno donde los precios se mantienen cerca del objetivo del Banco Central Europeo del +2%.

32. Crédito IG euro vs. depósitos: rentabilidad YTD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

33. Crédito IG euro: carry ajustado por volatilidad(*)



(*) Carry = cupón + roll. Asumimos que la Tir a 5 años se rollea de manera lineal a la de 3 años.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

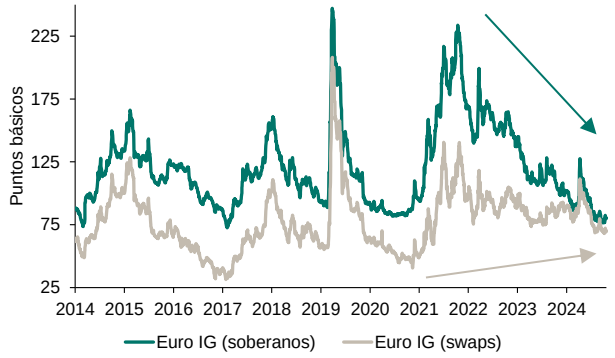
De cara a los próximos meses, el efecto combinado del cupón y el *roll-down* –rendimiento asociado al paso del tiempo en un contexto de pendientes positivas– seguirá actuando como soporte. Si ajustamos este *carry* por la volatilidad, observamos que nos encontramos en niveles particularmente atractivos, prácticamente el doble del promedio registrado en los últimos años.

Las tendencias divergentes en el apalancamiento entre el sector privado y el público justifican las ajustadas valoraciones de la renta fija europea IG.

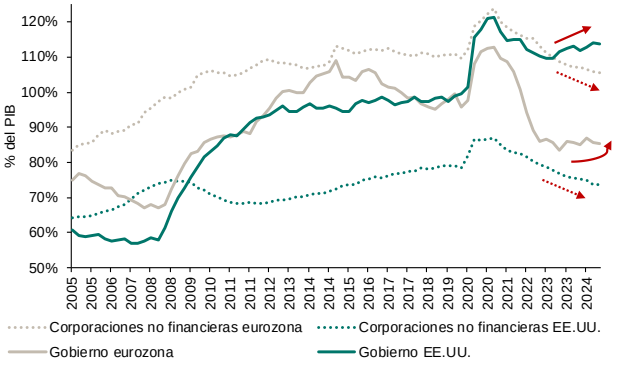
Aunque los diferenciales del crédito de alta calidad se encuentran en mínimos históricos frente a la deuda soberana, no ocurre lo mismo respecto a los *swaps* entre privados –contrato financiero entre dos partes donde una paga un interés fijo y la otra uno variable–. Esto refleja que la calidad crediticia de los Gobiernos se ha deteriorado en los últimos años, en un contexto donde los déficits fiscales seguirán creciendo.

Más en detalle, los diferenciales de crédito frente a la deuda soberana se han reducido desde los máximos de 234 p.b. registrados en octubre de 2022 hasta los 80 p.b. actuales, muy por debajo del promedio histórico de 120 p.b. Mientras tanto, los diferenciales frente a los *swaps* –que suelen ser una buena aproximación de la deuda libre de riesgo entre privados– han descendido desde 140 p.b. hasta 70 p.b., en línea con su media histórica de 78 p.b.

34. Crédito IG euro: diferencial vs. soberanos y swaps(*)



35. Deuda como % del PIB por sector



Fuente: Bloomberg, BIS y Banca March.

Este movimiento responde, entre otros factores, a la divergencia en el apalancamiento que está a punto de abrirse entre el sector público y el privado en ambos lados del Atlántico. En el caso particular de Europa, mientras que las compañías privadas continuarán reduciendo sus ratios de endeudamiento –la deuda corporativa ha caído -13 p.p. en términos de PIB desde la pandemia–, los Gobiernos de la región y, particularmente Alemania, están a punto de embarcarse en ambiciosos planes de gasto. Consideramos que esta dinámica seguirá lastrando calidad a la renta fija soberana, por lo que los diferenciales podrían mantenerse en torno a los niveles actuales durante los próximos meses.

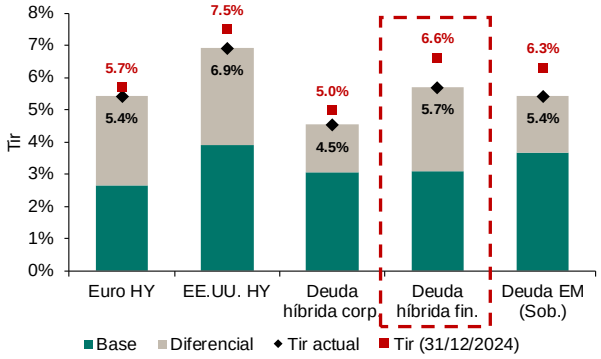
Dentro del segmento de mayor riesgo nos decantamos por la deuda híbrida financiera y la emergente como fuentes adicionales de retorno.

En cuanto a la deuda de peor calidad (HY), se registraron descensos durante el último mes tanto en Estados Unidos (-0,5% con divisa cubierta) como en Europa (-0,2%). No obstante, el comportamiento acumulado en lo que va del año sigue siendo positivo, con avances del +5,2% y +4,6% respectivamente. De cara al futuro, consideramos que la situación no es tan clara como en años anteriores y que los diferenciales actuales no compensan la incertidumbre existente, por lo que mantenemos una visión neutral en el activo.

Dicho esto, vemos un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo en el crédito financiero europeo, el cual ofrece unas rentabilidades a vencimiento similares a las de los tramos más arriesgados, pero con una mayor estabilidad, respaldada por la sólida situación del sector bancario en la región. En particular,

el ratio de capitalización CET1 –indicador clave de la fortaleza financiera de las entidades bancarias– se ubica actualmente en el 17,7%, un nivel récord y muy por encima del promedio histórico del 15,4% registrado en la última década. Asimismo, el porcentaje de préstamos no cobrados (NPLs) se mantiene estable en 1,7% frente a una media histórica del 2,7%.

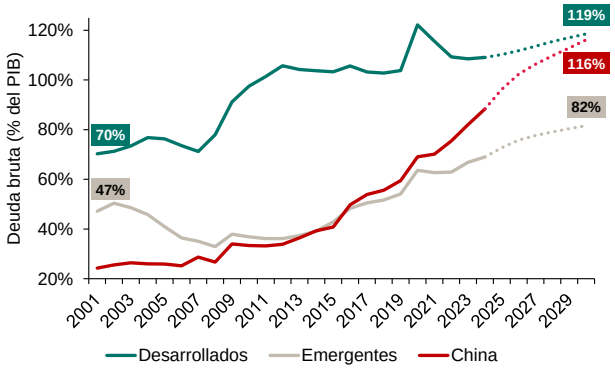
36. Tires por tipo de crédito



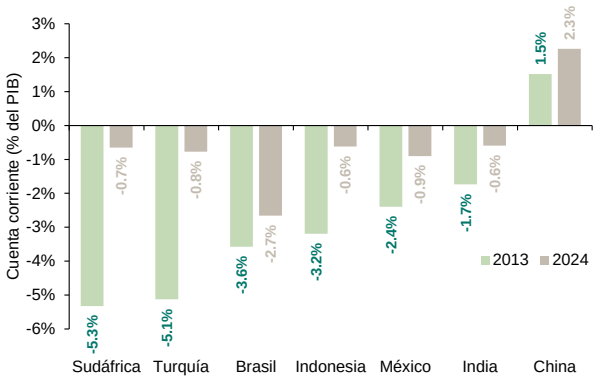
Fuente: Bloomberg y Banca March.

También vemos potencial en la deuda de países emergentes. A diferencia de las economías desarrolladas, muchas jurisdicciones –con excepción de China– han mostrado una disciplina fiscal notable en los últimos años. Mientras que la deuda bruta representa cerca del 69% del PIB en estos mercados, en los países más avanzados ya supera el 109%. Además, la mejora de los saldos por cuenta corriente ha reducido su exposición al financiamiento externo, lo que disminuye la vulnerabilidad frente a episodios de tensión cambiaria.

37. Emergentes vs. desarrollados: deuda bruta como % del PIB



38. Emergentes: cuenta corriente como % del PIB

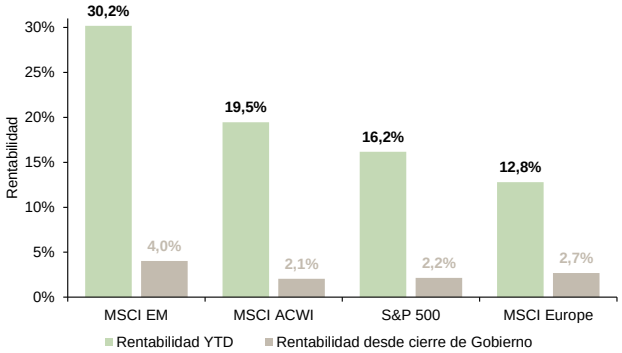


Fuente: FMI y Banca March.

RENTA VARIABLE

El buen tono bursátil continúa, liderado por la tecnología y soportado por la buena temporada de resultados y la disminución del riesgo geopolítico.

39. Evolución YTD índices bursátiles



Fuente: Bloomberg y Banca March.

La renta variable global continuó con su recorrido alcista, con siete, seis y cuatro meses consecutivos de avances para el Nasdaq, S&P 500 y MSCI Europe, respectivamente. Los mercados norteamericanos han ignorado el cierre del Gobierno federal en EE.UU. visto a comienzos de octubre, el más largo de la historia y que, tras más de 40 días sin actividad, volverá a reabrir.

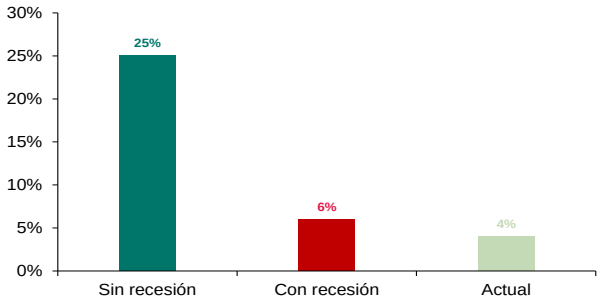
En el año, dominan los avances sectores cíclicos como los servicios de comunicaciones (+30%), la tecnología (+28,5%) y la industria (+22,8%), en contraste al consumo defensivo (+5,0%) y materiales (+4,6%). A nivel geográfico, EE.UU. cimenta su mejor evolución anual frente a Europa (+16,2% vs. +12,8%), ambos a distancia de la espectacular evolución de las bolsas emergentes (+30,2%) encabezado por China y su tecnología.

La renta variable se verá favorecida por la reducción en las tensiones arancelarias, una política monetaria menos restrictiva, el fuerte crecimiento de los resultados empresariales y una estacionalidad favorable de cara al cierre del ejercicio.

Consideramos que la confluencia de estos cuatro factores continuará ayudando a seguir impulsando al alza el precio de los activos de riesgo. La progresiva firma de acuerdos comerciales, así como la reducción de fricciones comerciales con China y la constatación de que el ciclo económico continúa su curso, con un sólido crecimiento de beneficios empresariales, son dos pilares fundamentales que se unen a la buena estacionalidad que caracteriza los últimos meses del año.

Por otra parte cabe subrayar que nos encontramos en un entorno poco habitual, dado que, a lo largo de la historia, solo en dos ocasiones (1985 y 1998) se ha producido una reducción de tipos sin que existiera una recesión en curso o recién superada. Conviene recordar, además, que nunca ha habido una recesión tras una reactivación de las bajadas de tipos. Por ello, el avance hacia una postura más neutral por parte de la Reserva Federal —no solo en cuanto a tipos, sino también en relación con la reducción de balance— nos parece un elemento favorable para los mercados bursátiles en los últimos meses del año.

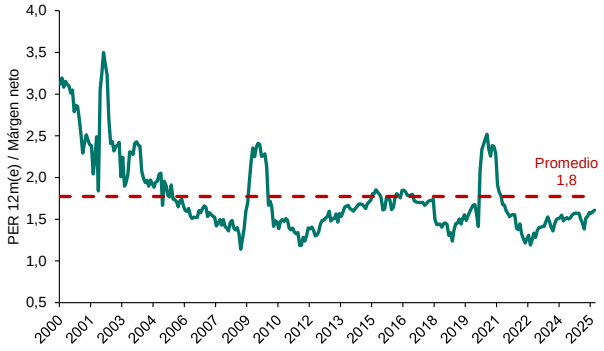
40. S&P 500: rentabilidad promedio a 12 meses tras la reactivación de bajada de tipos de interés(*)



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

En cuanto a las valoraciones, si bien se sitúan en niveles elevados (19 veces beneficios), la relación entre valoración y márgenes esperados se mantiene dentro de su promedio histórico. Por tanto, mientras los márgenes continúen comportándose tan favorablemente como hasta ahora —con máximos previstos para el próximo año— y los beneficios mantengan su buen ritmo, consideramos que las valoraciones siguen reflejando la calidad de los negocios y están lejos de los niveles de sobrevaloración vividos a comienzos de siglo.

41. MSCI World ACWI: Per 12m(e) sobre margen neto esperado



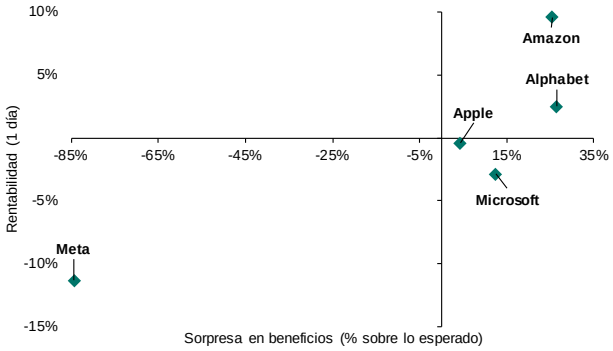
Fuente: Refinitiv y Banca March.

Los resultados empresariales del 3T25 han sido muy positivos, particularmente en EE.UU.

La temporada de resultados, ya próxima a su fin, transcurre de forma muy favorable confirmándose como el mejor tercer trimestre desde 2021. Y es que tras un sólido 2T25 (+13,8% en BPA, +6,4% en ingresos) la tendencia se ha mantenido en el 3T25. En concreto, y con el 90% del S&P 500 ya publicado y a falta de las cifras de Nvidia, el BPA crece un +11,8%, con ratio de sorpresas positivas elevada, del 83%.

Destacamos además en positivo que, al igual que en el trimestre anterior, las expectativas iniciales de crecimiento podrían superarse en 9 puntos porcentuales en Estados Unidos (+17%) y en 6 puntos en Europa (+6%).

42. Gran tecnología S&P 500: sorpresa en beneficios vs. reacción bursátil

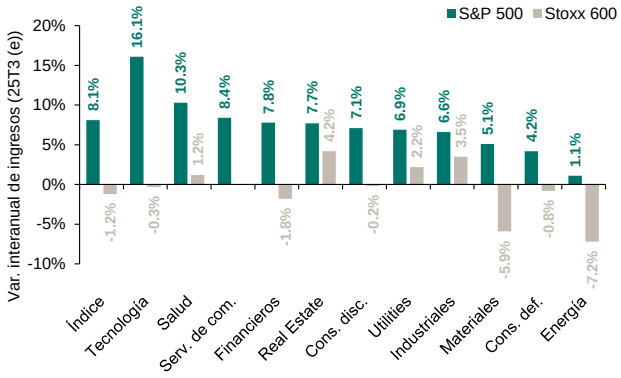


Fuente: Bloomberg y Banca March.

El mercado ponía una vez más el foco en la gran tecnología, presentando de nuevo elevados crecimientos y mejores de lo esperado, pero con acogida bursátil mixta –destacaron Amazon y Alphabet– asociada a agresivos futuros planes de capex, que deberán trasladarse a ventas en próximos trimestres.

El otro foco de atención fue precisamente la línea de ingresos, al acelerar su tendencia trimestral para registrar incrementos del +8,1% y presentar una ratio de sorpresas más del doble que la media histórica del S&P 500. Por sectores, la tecnología lidera el crecimiento (+16,1%), seguido de salud (+10,3%) y servicios de comunicación (+8,4%).

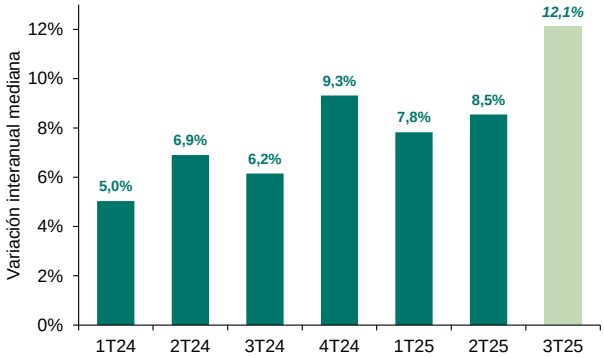
43. Evolución de ingresos por sectores



Fuente: Bloomberg y Banca March.

Hacemos notar además que, en EE. UU., el crecimiento mediano de beneficios entre las empresas del índice Russell 3000 –el más amplio del mercado– ha alcanzado su nivel más alto en dos años, lo que indica una mayor distribución del crecimiento

44. Crecimiento mediano del beneficio de las acciones del Russell 3000

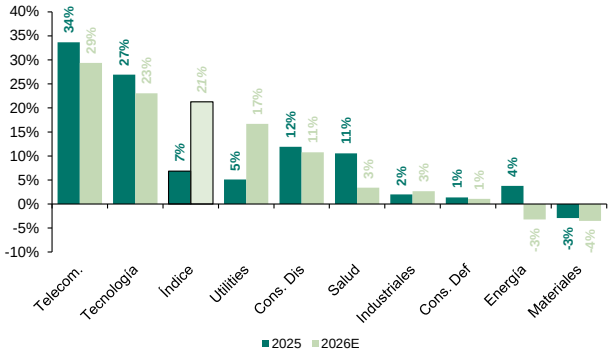


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Seguimos considerando, en definitiva, que la continuidad del ciclo económico y el repunte en la inversión mantendrán la inercia positiva en la evolución de los beneficios durante el próximo año. Además, estimamos que el crecimiento de doble dígito (+14%) continuará liderado por la gran tecnología –tecnología, servicios de comunicación y consumo discrecional– contribuyendo un 53% frente a los dos tercios de este año, pero se extenderá a otras industrias, lo que permitirá un avance más equilibrado de los beneficios en 2026.

Por otro lado, la inversión en capital por parte de las empresas globales también se incrementará —un +21% en 2026—, lo que representa el mayor aumento en los últimos 25 años. Aunque la inversión en inteligencia artificial es uno de los principales motores, este crecimiento no se limita a los centros de datos: sectores como el de generación energética —utilities— también aumentarán su inversión ante la voracidad energética del despliegue de la inteligencia artificial.

45. Evolución del capex por sectores

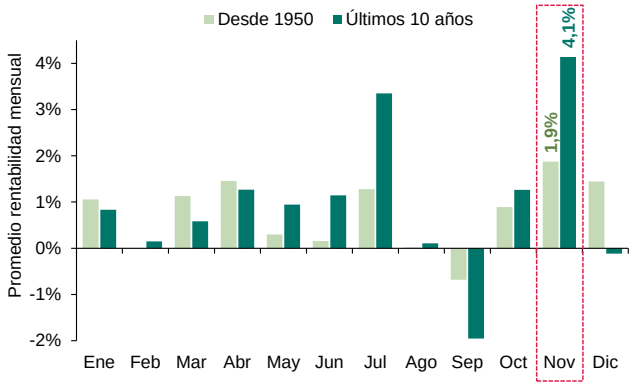


Fuente: Bloomberg y Banca March.

Lo que bien empieza, mejor termina. La estacionalidad juega a favor de cara a los dos últimos meses del año.

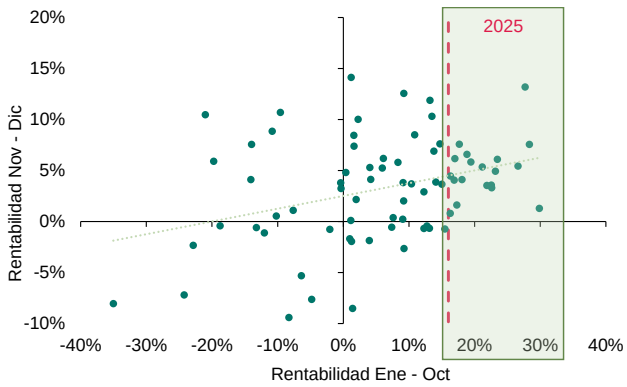
Desde una perspectiva histórica, los meses de noviembre y diciembre suelen ser favorables para los mercados bursátiles. Como muestra el gráfico 46, el onceavo mes del año suele acumular retornos promedio positivos y, con frecuencia, se posiciona como el mejor mes del año.

46. S&P 500: retornos por meses del año



Fuente: Bloomberg y Banca March.

47. S&P 500: Rentabilidad Ene – Oct vs. Nov – Dic

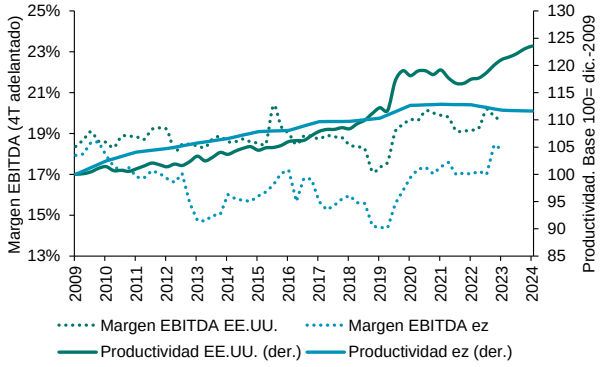


Fuente: Bloomberg y Banca March.

A esto se suma el conocido proverbio: "lo que bien empieza, bien acaba", que históricamente ha demostrado ser cierto. En los años en los que el rendimiento acumulado entre enero y octubre ha sido positivo, los dos últimos meses tienden a cerrar también en positivo. Más aún, cuando el retorno en ese periodo supera el +15 %, como ocurre en el presente ejercicio, el comportamiento del mercado en noviembre y diciembre ha sido favorable en todos los casos, salvo en el año 2012 que las pérdidas fueron mínimas (-0,7%).

Sobreponderar Estados Unidos: la reciente revisión de beneficios confirma la superioridad estructural de las compañías americanas.

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



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

Una vez superado el impacto inicial de los aranceles, el mercado estadounidense ha logrado recuperarse con fuerza, registrando un avance del +37%, lo que supone 3 puntos porcentuales más que el índice global en el mismo periodo. Las sorpresas positivas en los resultados del último trimestre, junto con un mayor reparto de beneficios, continúan impulsando el buen desempeño del S&P 500 frente al resto de índices internacionales.

La ventaja en márgenes y el sólido crecimiento de los resultados empresariales se mantendrán durante el próximo año: se estima un incremento del 14% en las ganancias del S&P 500 –tras un 2025 en doble dígito–, frente al 12% previsto para Europa y Japón, que recuperan tracción tras un 2025 con crecimientos cercanos al 0%. Esta diferencia refleja una ventaja estructural, ya que las mejoras en productividad de la economía estadounidense han sido, en gran medida, absorbidas por las empresas –principalmente el sector tecnológico–, permitiéndoles alcanzar un crecimiento superior al promedio de manera sostenida.

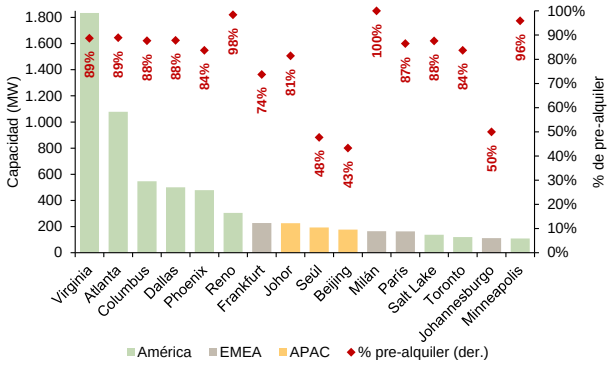
Con esta dinámica estructural en marcha y nuestra preferencia por el sector tecnológico, consideramos que la renta variable estadounidense seguirá ofreciendo rendimientos superiores a los de la bolsa global en los próximos meses, incluso a pesar de unas valoraciones más exigentes.

La inversión en IA sigue incrementándose ante una demanda que continúa insatisfecha. El aumento de capacidad computacional a través de los centros de datos seguirá absorbiendo una gran parte de la nueva inversión. Desde el punto de vista financiero, no existen señales de una burbuja. Seguimos confiando en la capacidad de crecimiento diferencial del sector tecnológico.

La tecnología sigue comportándose mejor que el mercado –+28% vs. +20% del índice global– con los miedos de principios de año completamente disipados.

Consideramos que el crecimiento y la calidad de los negocios siguen justificando los elevados múltiplos. Como indicábamos anteriormente, aunque reduciéndose, la contribución de la tecnología en la expansión de beneficios a nivel global sigue siendo muy relevante –alrededor del 50%–. Se espera que los beneficios crezcan un +21% en 2026.

49. Porcentaje alquilado de los centros de datos en construcción



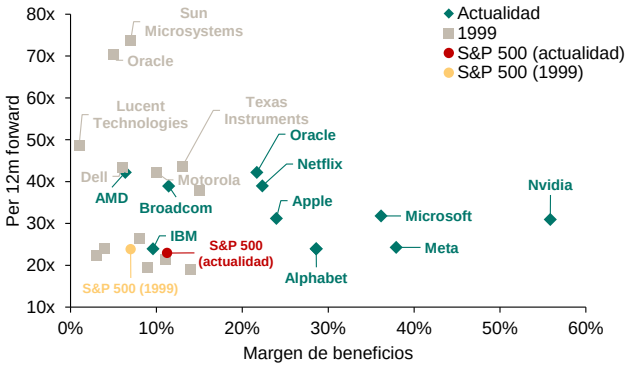
Fuente: Cushman & Wakefield y Banca March.

Asimismo, se prevé que la inversión en capital dentro del sector tecnológico aumente un +27% en 2026. Este repunte se explica por una demanda excepcional de capacidad computacional que, según palabras de Amy Hood, directora financiera de Microsoft, aún no ha sido satisfecha.

En el oligopolio de la computación en la nube —formado por Amazon, Microsoft y Alphabet—, la demanda de centros de datos para el desarrollo la inteligencia artificial crece en todas las regiones, y estas compañías no están logrando abastecer completamente a sus clientes. Una prueba clara de la necesidad actual de centros de datos es que, a pesar de la inmensa inversión –356 mil millones de dólares, un quinto del PIB de España–, la mayoría de los proyectos en construcción ya tienen asignados flujos de trabajo y están alquilados, lo que indica que no se está generando capacidad excedente. En esta misma línea, los ratios de vacantes en centros de datos se sitúan por debajo del 2%, la tasa más baja desde que hay registro hace 10 años.

Por otro lado, aunque las valoraciones son elevadas —al igual que ocurre con el índice general—, la calidad de los negocios es sustancialmente superior a la de ciclos anteriores. Los cinco hyperscalers —Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta y Oracle— junto con Nvidia, presentan márgenes de beneficio muy por encima del promedio del mercado (37% frente al 14% del S&P 500). Además, la mitad de estas seis compañías cerraron el tercer trimestre con deuda neta negativa, es decir, disponen de más efectivo y liquidez que deudas, lo que indica que buena parte de la intensa inversión en centros de datos se está financiando con los flujos de caja generados por sus sólidos negocios.

50. Valoraciones y margen de beneficios (1999 vs. 2025)



Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Con todo esto en mente, podemos afirmar que los indicadores financieros no muestran señales de exuberancia, y las valoraciones reflejan unos fundamentales claramente superiores al resto del mercado. No obstante, es cierto que las expectativas son elevadas y que la volatilidad dentro del sector podría ser mayor que en otros ante cualquier decepción, por mínima que sea. En este sentido, los directivos han comenzado a preparar el terreno, ya que las inversiones en desarrollo de inteligencia artificial y centros de datos podrían frenar temporalmente la expansión de márgenes. Más allá de este ajuste, las perspectivas siguen siendo optimistas: la demanda continúa creciendo sin ser plenamente satisfecha. Bajo nuestra perspectiva, el dinámico despliegue de la IA permitirá al sector tecnológico seguir liderando los avances bursátiles en los próximos trimestres.

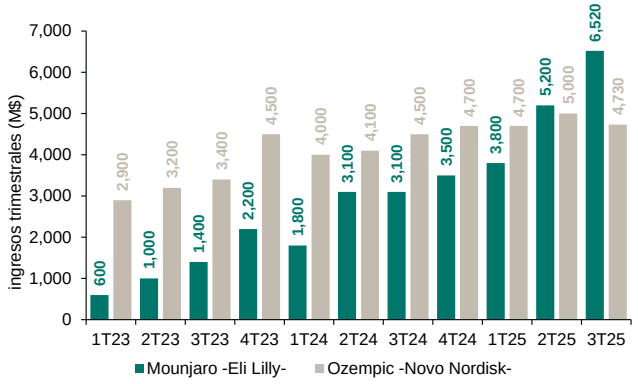
Sector salud: se reduce como esperábamos la incertidumbre regulatoria.

Tras la cristalización del acuerdo arancelario EE.UU.-UE, que incluye un tipo con límite máximo general del 15%, pero con exenciones significativas para productos farmacéuticos, la incertidumbre regulatoria ha seguido moderándose.

Como muestra citamos varios acuerdos alcanzados entre la Administración estadounidense y compañías farmacéuticas. El primero anunciado fue con Pfizer, que incluye reducir el precio de ciertos medicamentos en EE.UU., a cambio de que Pfizer reciba una exención de hasta 3 años de los aranceles sobre importaciones y pueda expandir su producción en el país –Pfizer produce el 70% fuera de EE.UU.–. El concierto incluye descuentos de hasta el 85% en ciertos fármacos para programas como Medicaid, una inversión de 70.000 millones de dólares en producción nacional y la creación de un portal web para comprar medicamentos a precios rebajados.

La Administración Trump anunciaba además pactos con la danesa Novo Nordisk y la estadounidense Eli Lilly para reducir los precios de medicamentos contra la obesidad como Ozempic –Novo Nordisk– y Zepbound –Eli Lilly–. Mediante esta negociación, los tratamientos de inyectables pasarían a costar desde 1.000-1.350$/mes a unos 350$/mes, mientras que las nuevas versiones orales, una vez consigan el visto bueno del regulador y tras negociar su inclusión en la categoría de "prioridad nacional", se venderán a 149$/mes en el portal gubernamental.

51. Eli Lilly vs. Novo Norkisk: la lucha por el mercado de la obesidad



Fuente: compañías y Banca March.

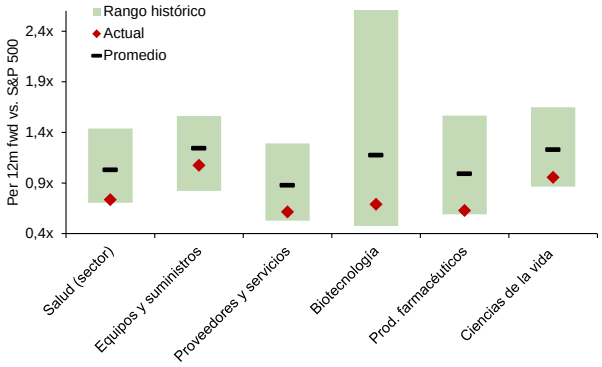
Aunque son descuentos muy importantes, la comparación con los precios netos –resultante de las negociaciones entre farmacéuticas y aseguradoras– es compleja al no aplicarse los descuentos de manera uniforme. Sí creemos que el impacto negativo está acotado –Novo Nordisk anticipa un impacto negativo de un solo dígito; en el caso de Eli Lilly, el consenso espera que compense el recorte de precios con mayores volúmenes por incremento de pacientes–. Además, y al igual que ocurriera con Pfizer, ambas recibirán exenciones arancelarias por tres años, y su acceso a Medicare y Medicaid a principios de 2027, debería reforzar su liderazgo en el mercado de la obesidad de rápido crecimiento.

Mantenemos la sobreponderación al sector de cuidados de la salud: sector defensivo, con buenas previsiones de crecimiento y valoraciones atractivas.

Después de un año complicado para el sector, el panorama comienza a mejorar gracias a la mayor claridad sobre los futuros aranceles e importaciones de medicamentos, así como a los acuerdos concretos mencionados, que creemos podrán ser replicados por el resto del sector.

Estas noticias, que implican una menor presión regulatoria, vienen impulsando al sector desde septiembre (+15%). Con una valoración actual de en torno a 17 veces beneficios –vs. casi 20x del índice global– y considerando su carácter defensivo y capacidad de generación de ingresos, el sector de cuidados para la salud se mantiene entre los más atractivos del mercado.

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



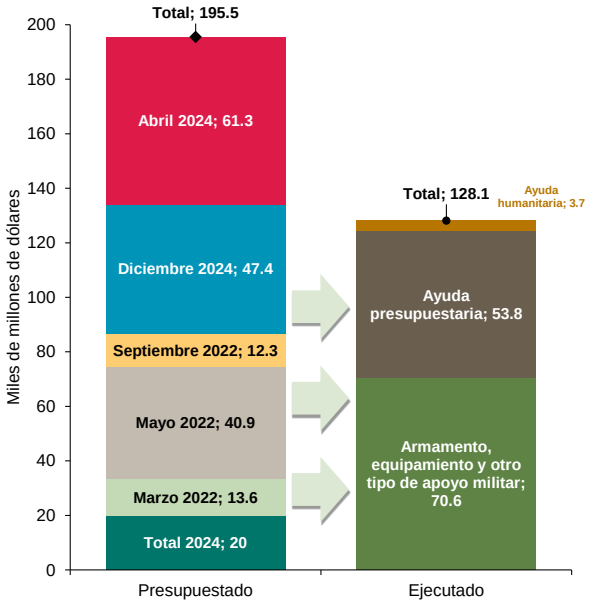
Fuente: Refinitiv y Banca March.

En el sector de defensa, la posibilidad de un acuerdo Rusia-Ucrania no invalidaría la tesis de rearme en Europa.

Son ya casi cuatro años desde el inicio de la invasión rusa sobre Ucrania, y el retorno de Trump a la Casa Blanca hace casi un año, no ha impulsado el acuerdo entre los países eslavos. Mientras tanto, y desde el inicio de la contienda, el apoyo comprometido de la UE a Ucrania a nivel militar, financiero y humanitario sobrepasa los 214.000 millones de euros, similar al compromiso de EE.UU. cuyo desembolso roza ya los 130.000 millones de dólares.

Pese a todo, la llegada de un posible acuerdo no invalida el cambio de mentalidad liderado por Alemania, en el que el programa paneuropeo ReArm Europe movilizará más de 800.000 millones de euros en cinco años para facilitar la mutualización inversora, la modernización de los ejércitos y el refuerzo de la producción local. Además, el compromiso de los países de la OTAN de subir desde el 2% hasta el 5 % del PIB –3,5% para las fuerzas armadas y 1,5% para infraestructuras, transporte y ciberseguridad– a su defensa supondría 500.000 millones de euros/año adicionales en Europa.

53. EE.UU.: ayuda a Ucrania 2022 – junio 2025



Fuentes: Congressional Budget Office; Bomprezzi; Ukraine Support Tracker ; Kiel Institute ; CFR Research.

Mantenemos la preferencia por el sector defensa.

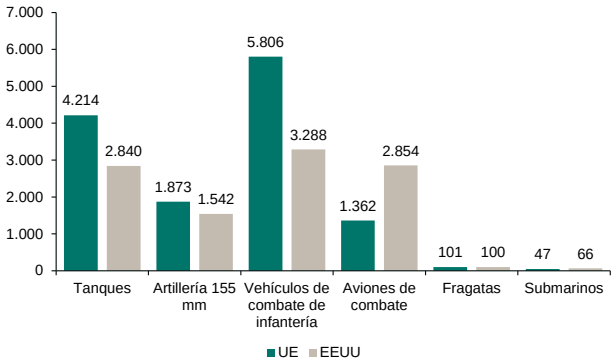
Aunque somos conscientes de la favorable evolución del sector en el año (+38%) pensamos que la tendencia seguirá vigente y en expansión.

Y es que mientras las compañías europeas de defensa registran niveles récord en sus carteras de pedidos, +70% en casi tres años, compromisos de gasto plurianuales y una creciente cuota de mercado, sus múltiplos de valoración siguen siendo inferiores a los de Estados Unidos.

Así, en comparación con las acciones estadounidenses del sector aeroespacial y defensa, que cotizan en múltiplos históricos de precio/beneficio más altos (Per 32,7x), la contraparte europea todavía cotiza con ratio Per más bajo (29,1X) y ofrecen métricas de mayor calidad, como son el retorno sobre el patrimonio invertido (ROE) o la rentabilidad sobre los activos.

En definitiva, creemos que el sector en general y sobre todo Europa, aún tienen margen para seguir destacando, dentro de un ciclo que sigue ganando profundidad y visibilidad.

54. EE.UU. y EU: armas en servicio

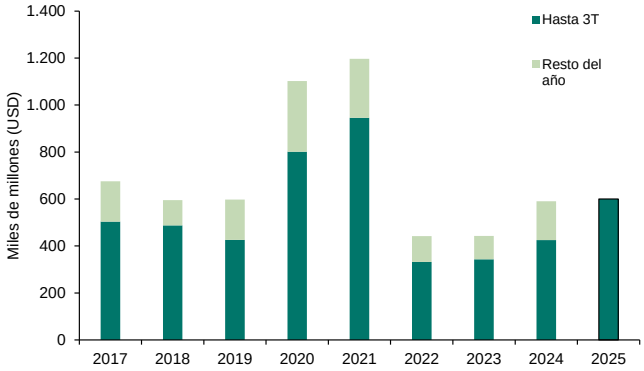


Fuente: WisodomTree y Banca March.

Las pequeñas empresas americanas serán las más beneficiadas de una política monetaria menos restrictiva. La actividad corporativa se incrementa y continuará haciéndolo en los próximos meses, favoreciendo las aún deprimidas valoraciones de las empresas de menor capitalización.

El Russell 2000 suma y sigue en estos últimos meses (desde mayo +19% frente al S&P 500 +16%). Bajo nuestro punto de vista, las pequeñas empresas estadounidenses van a ser uno de los segmentos más beneficiados de la normalización en la política monetaria. Las compañías de pequeña capitalización tienen un mayor nivel de endeudamiento que las grandes –4 veces EBITDA vs. 2,4 veces del S&P 500– y la mitad de su deuda acumulada es a tipo variable –frente al 25% del S&P 500–, lo que provoca que la bajada de tipos se absorba en los resultados rápidamente.

55. Volumen de salidas a bolsa y emisiones adicionales.



Fuente: Bloomberg, Refinitiv y Banca March.

Asimismo, la reducción de tipos está favoreciendo la actividad corporativa con el número de IPO en máximos de los últimos 4 años y las transacciones corporativas siguiendo la misma estela.

Además, los beneficios verán una fase de recuperación en los próximos meses, con un crecimiento esperado del +46% para el Russell 2000 –+18% para el S&P 600, que cuenta con las empresas más grandes del segmento de pequeñas empresas– superando ampliamente a las de gran capitalización (+14%). Igualmente, las valoraciones dentro del segmento de mayor calidad –S&P 600– siguen siendo relativamente bajas, con un descuento del 28%, en mínimos de los últimos 20 años.

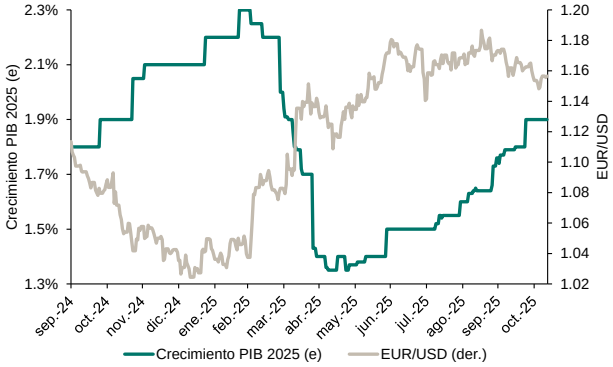
DIVISAS

Las bajadas de tipos de la Fed se han visto compensadas por la reactivación económica y el dólar recupera posiciones.

La primera mitad del año fue aciaga para la moneda estadounidense, que registró la mayor depreciación de los últimos 50 años. Las heterodoxas políticas económicas de Trump impactaron directamente al dólar: los mayores aranceles desencadenarían un menor crecimiento, mientras que sus continuas injerencias en la política monetaria hacían temer por la pérdida de independencia de la Fed. Factores que debilitaron la confianza del mercado en el carácter de activo refugio del dólar, extremaron las posiciones negativas en derivados y llevaron rápidamente la cotización hasta 1,18 EUR/USD.

Sin embargo, el cambio de semestre trajo también un cambio de tono para el billete verde que ha recuperado posiciones y supera ya niveles de 1,15 EUR/USD (+2,5% desde el inicio de julio).

56. EE.UU.: crecimiento PIB vs. EUR/USD



Fuente: Bloomberg y Banca March.

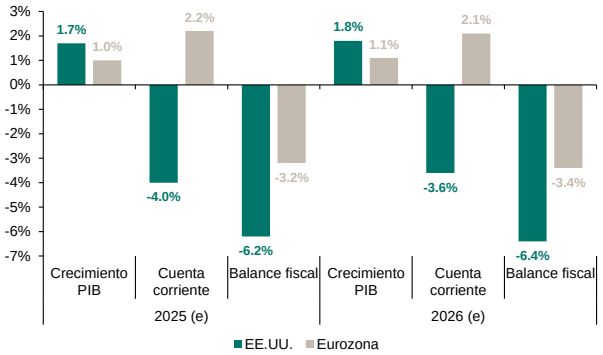
Esta apreciación es especialmente relevante dado que coincidió en el tiempo con la reanudación del ciclo de bajadas de tipos de la Fed –en apenas dos meses los ha rebajado en -50 p.b.–, lo que redujo el diferencial de tipos frente al euro.

Frente a esto, el dólar se está viendo empujado por la mejora cíclica de su economía. Los temores a un freno del crecimiento americano quedan atrás y las expectativas del mercado se acercan ahora más a nuestro escenario de que, a pesar de los aranceles, el ciclo económico no descarrilará y el dólar no perdería su trono de moneda reserva por excelencia.

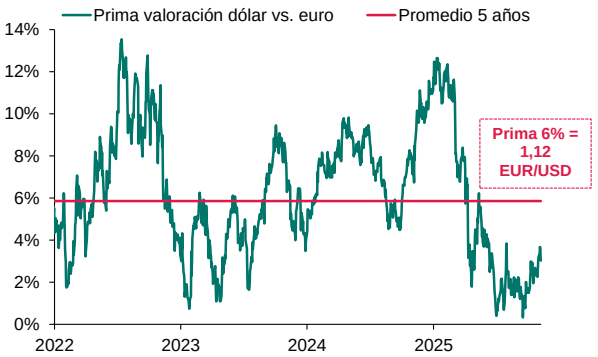
El cruce se ha estabilizado y el posicionamiento ya no es extremo. Aprovecharíamos apreciaciones adicionales hasta la zona baja del rango previsto (1,12 – 1,14 EUR/USD) para reducir exposición al dólar.

A medio plazo, los fundamentales económicos ejercerán fuerzas contrapuestas sobre la evolución del dólar. Por el lado positivo, consideramos que tanto el ritmo de crecimiento del PIB como los tipos de interés americanos se mantendrán por encima de los registrados en la zona euro. Por contra, tanto el déficit fiscal como el mayor desequilibrio de la cuenta corriente estadounidense serán factores negativos y terminarán poniendo techo a posibles mayores apreciaciones del dólar.

57. EE.UU. vs. eurozona: crecimiento, balance cuenta corriente y déficit fiscal(*)



58. Valoración EUR/USD



(*) Cuenta corriente y déficit fiscal como % del PIB.
Fuente: Bloomberg y Banca March.

Por ello, consideramos adecuados niveles entre el 1,14-1,12 EUR/USD para reducir exposición al dólar. Como muestra el gráfico 58, en los últimos 5 años la prima de valoración promedio del dólar en términos de paridad de poder de compra frente al euro fue del 6%, lo que correspondería a niveles de 1,12 EUR/USD. En este contexto, de alcanzarse una apreciación más allá del 1,14 EUR/USD, el mercado ya estaría recogiendo correctamente nuestras perspectivas de una aceleración del crecimiento en Estados Unidos durante el próximo año y también que las rebajas de tipos de la Fed no serán tan agresivas como el mercado anticipaba hace unos meses.

La libra esterlina cotiza en mínimos anuales, en 0,881 EUR/GBP.

La divisa británica acumula una depreciación del -6,5% en lo que va de año frente a la moneda única, marcando ahora mínimos anuales en 0,881 EUR/GBP. Y es que, pese a que el diferencial de tipos supone todavía un factor de apoyo a la libra, las señales de estancamiento económico prolongado del país, –PIB 26 (e) +1%–, una inflación alta –último dato en +3,8%, la mayor del G7– y la expectativa de nuevos anuncios de subidas de impuestos decantan de momento la balanza a favor de la moneda única.

El Banco de Inglaterra mantuvo tipos, a la espera del nuevo presupuesto.

El Banco de Inglaterra mantuvo el precio oficial del dinero sin cambios, en el 4,0%, conforme a lo esperado. La decisión fue sin embargo reñida –5 prefirieron mantener y 4 bajar–, evidenciando la división dentro del comité sobre el ritmo adecuado de flexibilización de su política monetaria. Destacaron los comentarios del gobernador Andrew Bailey, a favor de mantener tipos, pero el único de los cinco en señalar que los riesgos de inflación habían disminuido.

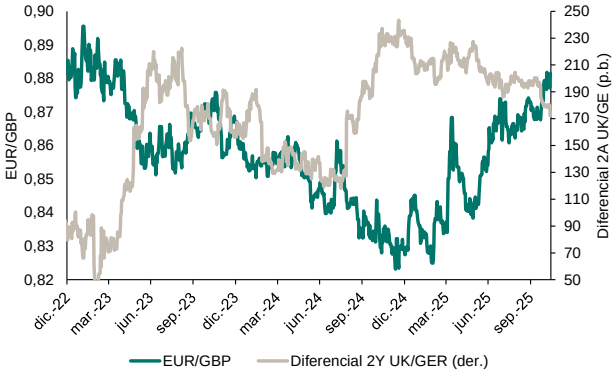
En conjunto, el Comité de Política Monetaria cree que la inflación ha tocado techo y que caerá en los datos de octubre y noviembre, a medida que el menor crecimiento económico y el empeoramiento del mercado laboral afecten a la demanda.

En el frente político, y en la antesala de la presentación del presupuesto el 26 de noviembre, la Canciller de Hacienda Rachel Reeves comentaba los "años de mala gestión económica", asegurando un plan centrado en la disciplina fiscal. Sus comentarios reforzaron las expectativas de una política fiscal más estricta, especulándose con una subida de impuestos para salarios superiores a las 50.000 £/año con los que espera recaudar 15.000 millones adicionales, lo que presiona aún más a la libra.

El deterioro adicional de la libra no supone, de momento, una oportunidad de entrada. Rango 0,84-0,89 EUR/GBP.

A la luz de lo expuesto, creemos que la presión sobre la libra esterlina seguirá e incluso se incrementará. El Banco de Inglaterra retomará eventualmente la senda de recorte de tipos, aunque cuenta todavía con una política más restrictiva que la del BCE. En el extremo contrario, el desajuste de sus cuentas públicas, un crecimiento poco dinámico y la baja productividad de la economía seguirán pesando sobre la divisa. Por todo ello, nos mantenemos neutrales dentro de un rango ahora menos estrecho, 0,83-0,89 EUR/GBP, esperando mejores oportunidades para la libra.

59. Diferencial 2 años (Reino Unido – Alemania) vs. EUR/GBP



Fuente: Bloomberg y Banca March.

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.