

1. Entorno macroeconómico

1.1. Entorno global

Elevada incertidumbre en política comercial. Igual que el mes anterior, en las últimas semanas se ha vuelto a ver la imposición y posterior ajuste de aranceles sobre México y Canadá. En esta ocasión, los aranceles del 25 % entraron en vigor el 3 de marzo, aunque 48 horas después se ajustaron para excluir la mayor parte de los productos. Estas recalibraciones son propias de la política de la actual administración y reflejan su preocupación ante medidas impopulares que generan daños económicos e impactos adversos en los mercados financieros. Con respecto a China, los aranceles aumentaron del 10 % al 20 %, y China anunció nuevas medidas de represalia centradas en los productos agrícolas estadounidenses.

Geopolíticamente, el conflicto en Ucrania ha centrado la atención. Tras una tensa reunión entre Trump y miembros de su gabinete con el presidente ucraniano Zelenski, Estados Unidos ha pausado los envíos de ayuda militar al país, así como la provisión de inteligencia militar, exceptuando aquella con fines defensivos. La Unión Europea ha mostrado una mayor predisposición a prestar apoyo a Ucrania, y la Comisión Europea ha presentado una propuesta para flexibilizar las reglas fiscales con el objetivo de permitir un incremento del gasto en defensa y la creación de un fondo común destinado a este propósito. En conjunto, ambas medidas suponen un aumento del gasto de hasta 800.000 millones de euros en los próximos años.

En Alemania, el líder de la CDU y previsible futuro canciller, Merz, ha propuesto un cambio en el enfoque de la política fiscal para permitir un mayor gasto en defensa y en infraestructuras. En concreto, se plantea excluir parte del gasto en defensa del mecanismo de austeridad fiscal del país (conocido como freno fiscal, cuya reforma también se está estudiando) y, además, crear un fondo de hasta 500.000 millones de euros destinado a la mejora de las infraestructuras. De aprobarse, este plan supondría un importante estímulo fiscal, que debería apoyar a la economía en su proceso de adopción de las necesarias reformas estructurales para impulsar su productividad.

1.2. Entorno económico

En Estados Unidos, los datos de actividad muestran cierta debilidad y los precios mantienen su dinamismo. Así, los indicadores de confianza se han moderado, a pesar de que los de confianza empresarial siguen en niveles compatibles con la expansión económica. En relación con los precios, el componente de precios pagados del ISM manufacturero repuntó marcadamente hasta su nivel más elevado desde junio de 2022, mientras que las expectativas de inflación de los consumidores repuntaron más de lo esperado y se mantienen en niveles elevados.

En la zona euro, la revisión de los datos del PIB ha sido positiva. Con ello, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2024 fue del 1,2 % frente al 0,9 % anteriormente estimado, lo que supone una cierta aceleración (tercer trimestre de 2024: 1,0 %). Los datos de inflación mostraron una moderación menor de la esperada por el consenso, tanto en el caso de la tasa general (2,4 %; enero de 2025: 2,5 %) como en el de la subyacente (2,6 %; enero de 2025: 2,7 %).

España mantiene una buena evolución, confirmada en la creación de empleo, positiva en febrero, aunque inferior a la de febrero de años anteriores. La inflación, sin embargo, repuntó una décima hasta el 3,0 % interanual (enero de 2025: 2,9 %), a pesar de la moderación de la tasa subyacente hasta el 2,1 % (enero de 2025: 2,4 %). Los precios inmobiliarios correspondientes al cuarto trimestre de 2024 mostraron una fuerte aceleración del incremento interanual hasta el 11,3 % (tercer trimestre de 2024: 8,1 %), el mayor ritmo de aumento desde el segundo trimestre de 2007.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

		Datos			Perspectivas 2025 (FMI, oct-24)
		Último dato	Hace 3 meses	Hace 1 año	
Estados Unidos	PIB (% interanual)	2,5	2,7	3,2	2,3
	IPC (% interanual)	2,8	2,7	3,2	3,0
	Tasa de paro (%)	4,1	4,2	3,9	4,1
Zona euro	PIB (% interanual)	1,2	1,0	0,2	0,8
	IPC (% interanual)	2,3	2,2	2,6	2,4
	Tasa de paro (%)	6,2	6,2	6,5	6,5
España	PIB (% interanual)	3,5	3,5	2,3	2,1
	IPC (% interanual)	2,2	2,4	3,5	1,9
	Tasa de paro (%)	10,6	11,2	11,8	11,2

Fuente: Bloomberg FMI.

2.Mercados de renta fija, divisas y materias primas

2.1. Bancos centrales

En su reunión del 6 de marzo, el BCE recortó los tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos, tal como descontaban los mercados financieros. Con ello, el BCE dejó el tipo de depósito en el 2,50 % y llevó el recorte acumulado hasta los 150 puntos básicos desde mediados de 2024 y los máximos del ciclo monetario. El comunicado incluyó una referencia a que “la política monetaria se está volviendo notablemente menos restrictiva”, lo que se interpreta como una menor voluntad de mantener el actual ritmo de recortes.

La próxima reunión del BCE tiene tendrá lugar el 17 de abril, y el mercado otorga una probabilidad inferior al 50 % a un nuevo recorte del tipo rector, que solo se descuenta plenamente de cara a la reunión de junio. Durante 2025, el BCE continuará reduciendo su balance, lo que supondrá un drenaje de la liquidez del sistema.

La Fed no celebró ninguna reunión en el último mes, aunque la publicación de las actas de la reunión del 29 de enero mostró cierto consenso en que los riesgos sobre el empleo y los precios estaban equilibrados, aunque si bien algunos participantes mostraron expresaron su preocupación por los riesgos asociados a la inflación, que también podría verse afectada por los desarrollos en las políticas comercial y migratoria de la administración Trump.

La próxima reunión de la Fed tendrá lugar el 19 de marzo, y el mercado no descuenta prevé ningún tipo de acción sobre los tipos de interés de referencia.

Tabla 2. Próximos eventos macrofinancieros

Fecha	Reunión/Evento	Comentario
19-mar	Reunión de la Fed	No se prevé ninguna acción sobre el tipo rector
Abril	Publicación WEO	Actualización de las perspectivas macroeconómicas del FMI
17-abr	Reunión del BCE	Incertidumbre acerca de un posible recorte del tipo rector

2.2. Renta fija

La deuda soberana muestra comportamientos divergentes a ambos lados del Atlántico.

Así, la curva de deuda alemana experimentó un fuerte y súbito desplazamiento al alza debido a la previsible mayor expansión fiscal en Alemania y en la UE, que dará lugar a un mayor endeudamiento y que puede contribuir a mejorar las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. En cambio, un cierto pesimismo sobre la trayectoria de crecimiento en Estados Unidos, dada la elevada incertidumbre y el impacto de los aranceles anunciados, ha lastrado la rentabilidad de la referencia americana. Con ello, el diferencial entre ambas referencias ha caído desde niveles superiores a 200 puntos básicos vigentes a mediados de febrero hasta niveles por debajo de los 140 puntos básicos. Tal como viene sucediendo, la reunión del BCE no tuvo un impacto sustancial sobre los mercados de renta fija.

Con todo, el bono estadounidense a 10 años ha cotizado por debajo del 4,30 %, frente a niveles cercanos al 4,50 % vigentes a mediados de febrero, mientras que el Bund alemán a 10 años cotiza cerca del 2,90 %, lo que supone un fuerte repunte desde niveles inferiores al 2,40 % en que se encontraba a finales de febrero. De hecho, coincidiendo con la noticia del giro fiscal propuesto por Merz, la rentabilidad de la deuda alemana tuvo su mayor repunte (de hasta 29 puntos básicos) en una sola sesión desde 1990, en plena reunificación del país.

En relación con las primas de riesgo soberano, resulta destacable que, a pesar del fuerte desplazamiento de la referencia alemana, estas se han mantenido relativamente contenidas. En el caso de Francia, el menor ruido político y la aprobación del presupuesto para 2025 en febrero han permitido una ligera compresión de la prima de riesgo soberano.

2.3. Divisas y materias primas

El euro se ha apreciado de forma significativa frente al dólar estadounidense. A pesar del incremento de la incertidumbre y la volatilidad, que deberían actuar como un apoyo para el dólar, el giro fiscal en Alemania y las perspectivas de un mayor impulso en defensa en el ámbito de la UE han permitido una marcada apreciación del euro frente al dólar. Con ello, la divisa única ha alcanzado los 1,09 dólares por euro, su mayor nivel desde las elecciones estadounidenses a principios de noviembre de 2024, frente a los 1,05 dólares vigentes a mediados de febrero.

El petróleo Brent ha retrocedido hasta niveles próximos a los 70 dólares por barril, frente a los 75 dólares por barril vigentes en febrero y niveles superiores a los 80 dólares por barril en enero. La caída del precio se explica por el aumento de la oferta procedente de los países del grupo OPEP+ (formado por los países de la OPEP y otros grandes exportadores como Rusia, México y Kazajistán, entre otros) en un contexto de temores sobre desaceleración de la actividad en Estados Unidos. La oferta de Trump de iniciar

negociaciones sobre las aspiraciones nucleares de Irán fue rechazada por el régimen de Teherán, lo que puede constituir un apoyo al precio a corto plazo.

Tabla 3. Evolución de los mercados de renta fija, divisas y materias primas

	Último dato	Hace 1 meses		Hace 3 meses		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,65	2,90	-25,0	3,40	-75,0	4,50	-185,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,50	2,75	-25,0	3,25	-75,0	4,00	-150,0
Euribor 3 meses (%)	2,43	2,52	-9,0	2,85	-42,6	3,93	-150,2
Euribor 12 meses (%)	2,42	2,44	-2,8	2,47	-5,8	3,75	-133,4
Alemania: Bono 2 años (%)	2,18	2,18	-0,3	2,05	12,7	2,92	-74,4
Alemania: Bono 10 años (%)	2,79	2,56	23,6	2,31	48,7	2,45	34,3
España: Bono 2 años (%)	2,35	2,39	-4,5	2,27	8,3	3,09	-73,8
España: Bono 10 años (%)	3,42	3,18	24,4	3,01	41,6	3,25	17,2
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	62,9	62,1	0,8	70,0	-7,1	80,0	-17,1
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	67,80	73,20	-5,4	81,20	-13,4	43,70	24,1
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	111,10	108,40	2,7	117,00	-5,9	125,40	-14,3
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	4,25	4,25	0,0	4,25	0,0	5,25	-100,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	4,50	4,50	0,0	4,50	0,0	5,50	-100,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	4,05	4,27	-21,5	4,32	-26,4	4,68	-63,1
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	4,29	4,53	-23,8	4,56	-26,8	4,29	0,2
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	55,61	51,79	3,8	56,74	-1,1	52,22	3,4
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	303,02	281,40	21,6	310,89	-787,1	301,12	1,9
Dólares por euro	1,090	1,041	4,73%	1,036	5,21%	1,086	0,35%
Libras esterlinas por euro	0,841	0,828	1,52%	0,828	1,48%	0,853	-1,51%
Yenes por euro	163,3	157,9	3,40%	163,4	-0,06%	163,9	-0,38%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	103,6	107,2	-3,30%	108,4	-4,40%	103,8	-0,17%
Brent (dólares por barril)	70,5	76,0	-7,31%	72,9	-3,29%	87,4	-19,34%
Oro (dólares por onza)	3039,6	2933,4	3,62%	2594,0	17,18%	2157,6	40,88%

Fuente: Bloomberg

3. Mercados de renta variable

Tras los dos primeros meses del año y en un contexto de elevada incertidumbre en la política comercial, llama la atención el mejor desempeño relativo de Europa en comparación con Estados Unidos. En el caso estadounidense, la economía está notando la presión del momento cíclico en el que se encuentra, sumado al temor de que la política arancelaria termine afectando negativamente a la actividad económica. Además, los elevados precios alcanzados en la bolsa, especialmente en el sector tecnológico, han reavivado el debate sobre la sostenibilidad de su crecimiento. Europa, en cambio, partía de valoraciones más moderadas, con expectativas de crecimiento limitadas, lo que ha favorecido un rebote impulsado por el regreso de flujos de inversión, aunque este movimiento aún se encuentra en una fase muy inicial.

China, por su parte, ha copado la atención de muchos inversores, ya que sus carteras estaban muy infraponderadas en esta región debido al impacto previsto de los aranceles y la guerra comercial con Estados Unidos. Por el momento, las tensiones entre ambos países no han aumentado en exceso, lo que se ha interpretado como un ambiente mucho más laxo que durante la anterior legislatura de Trump. Esto ha permitido aumentar ligeramente la exposición a la región. Desde 2022, el diferencial entre la evolución de las 7 Magníficas estadounidenses y el índice Hang Seng ha sido amplio y recurrente a favor de las *megacaps* de Estados Unidos. La ventaja de estas compañías en la carrera tecnológica, especialmente en referencia a la inteligencia artificial (IA), ha provocado que este diferencial se incrementase a lo largo de los trimestres, hasta que China aportó datos sobre sus avances en el desarrollo de la IA (DeepSeek).

En el capítulo de resultados empresariales, la publicación de los resultados de cierre de 2024 ha tenido un balance positivo en el contexto global, con las compañías americanas mostrando un desempeño menos favorable que las europeas. A escala global, gran parte de los gestores de fondos de inversión se encuentran en niveles bajos de liquidez, apostando por la buena evolución de la renta variable y el aumento del apetito por el riesgo.

Tabla 4. Evolución de los mercados de renta variable

	Último dato	Hace 1 meses		Hace 3 meses		Hace 1 año	
		Nivel	Cambio	Nivel	Cambio	Nivel	Cambio
Euro Stoxx 50 (Europa)	5494,22	5461,17	0,61%	4879,00	12,61%	5007,92	9,71%
IBEX 35 (España)	13365,30	12929,40	3,37%	11439,90	16,83%	10701,40	24,89%
DAX (Alemania)	23302,50	22433,63	3,87%	19969,86	16,69%	17987,49	29,55%
CAC (Francia)	8149,80	8110,54	0,48%	7294,37	11,73%	8201,05	-0,62%
FTSE MIB (Italia)	39633,77	38348,16	3,35%	33787,00	17,30%	34262,36	15,68%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	41581,31	44627,59	-6,83%	42342,24	-1,80%	39110,76	6,32%
S&P 500 (Estados Unidos)	5614,66	6144,15	-8,62%	5867,08	-4,30%	5178,51	8,42%
NASDAQ (Estados Unidos)	19483,36	22175,60	-12,14%	21110,51	-7,71%	18032,21	8,05%
Russell 2000 (Estados Unidos)	2049,94	2282,46	-10,19%	2221,50	-7,72%	2035,71	0,70%
Nikkei 225 (Japón)	37751,88	39164,61	-3,61%	38813,58	-2,74%	40003,60	-5,63%
Hang Seng (Hong Kong)	9163,67	8463,10	8,28%	7152,13	28,13%	5780,21	58,54%

Fuente: Bloomberg

Tabla 5. Evolución sectorial de los principales índices de renta variable

IBEX 35 (España)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estados Unidos)	
Information Technology	41,6%	Consumer Staples	10,8%	Health Care	-1,4%
Financials	9,1%	Financials	9,6%	Real Estate	-2,2%
Communication Services	7,8%	Materials	8,6%	Utilities	-2,5%
Utilities	6,4%	Utilities	7,5%	Consumer Staples	-2,7%
Materials	5,1%	Industrials	3,3%	Energy	-4,9%
Consumer Staples	4,4%	Communication Services	1,8%	Materials	-5,0%
Industrials	1,0%	Energy	0,6%	Industrials	-5,0%
Health Care	-0,1%	Health Care	-0,1%	Financials	-7,5%
Real Estate	-4,6%	Consumer Discretionary	-5,9%	Communication Services	-9,0%
Consumer Discretionary	-7,7%	Information Technology	-7,1%	Consumer Discretionary	-11,9%
Energy	-8,1%			Information Technology	-12,5%

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión de estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los informes que se elaboran por parte del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se realizan con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA INGENIEROS en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, estos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de la publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo del analista o analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS podrán disponer a título personal de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los y las profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo