

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



MARZO DE 2026



Mejor Banco en España 2025



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2025



Advertencias legales: Este documento ha sido elaborado por CaixaBank, S.A. (CaixaBank) con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe. Las opiniones expresadas, la información y los aspectos financieros, económicos y/o de mercado no son en ningún caso definitivos, y pueden variar sin previo aviso. Ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo asumen compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo ni puede interpretarse como asesoramiento legal, financiero, contable o fiscal. El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes públicas y consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente documento no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Adicionalmente, ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo aceptan responsabilidad alguna por la utilización que de dicho informe realice cualquier tercero distinto de su destinatario. Los comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. Si desea información adicional de la información contenida en el presente informe, puede solicitarlo en cualquier Centro Wealth Management, S.A.© CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohíbe su reproducción y comunicación o acceso a terceros no autorizados.

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



➤ **Entorno de mercados**

- Europa, las hemos visto peores
- Mercado de trabajo en EE. UU., no levanta cabeza

➤ **Renta Fija**

- Tipos de interés y crisis energética, mala combinación

➤ **Renta Variable**

- Bolsa y crisis energética, malo para todos



Entorno de mercados

Europa, las hemos visto peores

La crisis energética provocada por la agresión de Rusia a Ucrania está todavía muy presente en la memoria colectiva, lo que explica el temor que genera la guerra en Irán y el bloqueo del Estrecho de Ormuz. Podría pensarse que, de prolongarse, esta crisis será peor: por Ormuz transita casi una cuarta parte del petróleo y el gas que consume el mundo, mientras que en 2021 Rusia representaba "solo" el 14 % de la oferta global de petróleo y una proporción similar en la de gas.

Pero fijarse únicamente en la cuota de oferta afectada es engañoso. Casi el 100 % de la producción rusa se consumía en Europa, lo que convirtió aquella crisis en un problema de escasez física. No se trataba de pagar más caro: el gas simplemente no estaba disponible, lo que obligó en algunos momentos a racionar el suministro. Cuando suben los precios todo el mundo sufre; cuando

falta el producto, el daño es mayor. Esa es hoy la situación de Asia, destino de cerca del 90 % de los flujos energéticos que atraviesan el Golfo Pérsico.

Además, Europa llega a esta crisis con una economía más robusta. Por un lado, la diversificación del suministro ha avanzado de forma decisiva, creando por primera vez un esbozo de mercado global del gas, gracias a la inversión en terminales de licuefacción, transporte marítimo y regasificación. El resultado es que buena parte de la capacidad exportadora de gas de EE. UU., la actual y la que está en construcción, mira hoy hacia Europa.

Pero el cambio más profundo está en la reducción del uso de los hidrocarburos como fuente de energía primaria. La crisis de Ucrania dio alas a dos procesos que ya estaban en marcha y que constituyen uno de los ejes de nuestra presentación anual de Perspectivas: la revolución electro-tecnológica. Por un lado, la electrificación del consumo final (vehículos eléctricos, aerotermia,

sustitución del gas por electricidad en numerosos procesos industriales); por otro, la generación de esa electricidad mediante fuentes renovables, complementadas con sistemas de almacenamiento. En 2022, el 40 % de la electricidad se producía con fuentes renovables; en 2025, esa proporción supera ya el 50 %.

Conviene además recordar un hecho que a veces se olvida: pese a la gravedad de la crisis de 2022, Europa no entró en recesión. La economía creció y el empleo siguió aumentando, una prueba empírica de la capacidad de adaptación del sistema productivo europeo incluso en un contexto de shock energético severo.

La crisis energética no es una buena noticia para nadie, pero esta vez Europa, en plena fase de aceleración del crecimiento inducida por la inversión en infraestructuras y defensa, puede ser de las regiones menos perjudicadas. Las hemos visto peores, y hace nada de eso.

Precio del petróleo y gas en Europa

Desviación respecto a la media del último trimestre de 2021



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Entorno de mercados

Mercado de trabajo en EE. UU., no levanta cabeza

La economía americana no está siendo capaz de crear empleo. Las razones parecen estar tanto en el lado de la oferta (que en el mercado de trabajo es el número de personas que, pudiendo hacerlo, quieren trabajar) como en el de la demanda (las empresas que desean contratar trabajadores). La oferta se ha reducido por la política antiinmigración de la administración actual; la demanda, por su parte, se ve afectada por un entorno de elevada incertidumbre política. La hiperactividad errática del presidente actúa como freno a la toma de decisiones empresariales: la incertidumbre genera cautela, y la cautela retrasa las contrataciones. Si 2025 fue malo en ese sentido el arranque de 2026 ha sido peor, en un trimestre acumulamos Venezuela, Groenlandia, la crisis de orden público en Mineápolis, la decisión del Tribunal Supremo sobre la inconstitucionalidad de los aranceles y ahora Irán.

La atonía del mercado de trabajo deja a Estados Unidos en una situación de vulnerabilidad frente a los choques negativos mayor que al resto de las economías desarrolladas. Si no se crea empleo no crecen los ingresos, o crecen poco, y el consumo solo puede sostenerse mediante una reducción del ahorro. Eso solo es posible cuando la confianza es elevada, y la crisis energética no es lo mejor para ello.

Además, y pese a su posición exportadora neta de crudo y gas, la subida de los precios de la energía afecta más a los Estados Unidos que a Europa o Japón, por la sencilla razón de que su economía es más intensiva en el uso de hidrocarburos, es decir que consume más unidades de petróleo o gas por unidad producida. Una comparación del consumo medio de los coches que les gusta conducir a los americanos frente a los de Europa, y no digamos Japón, ilustra bien esa diferencia.

A estos factores se suma un problema adicional, idiosincrático de EE. UU., en

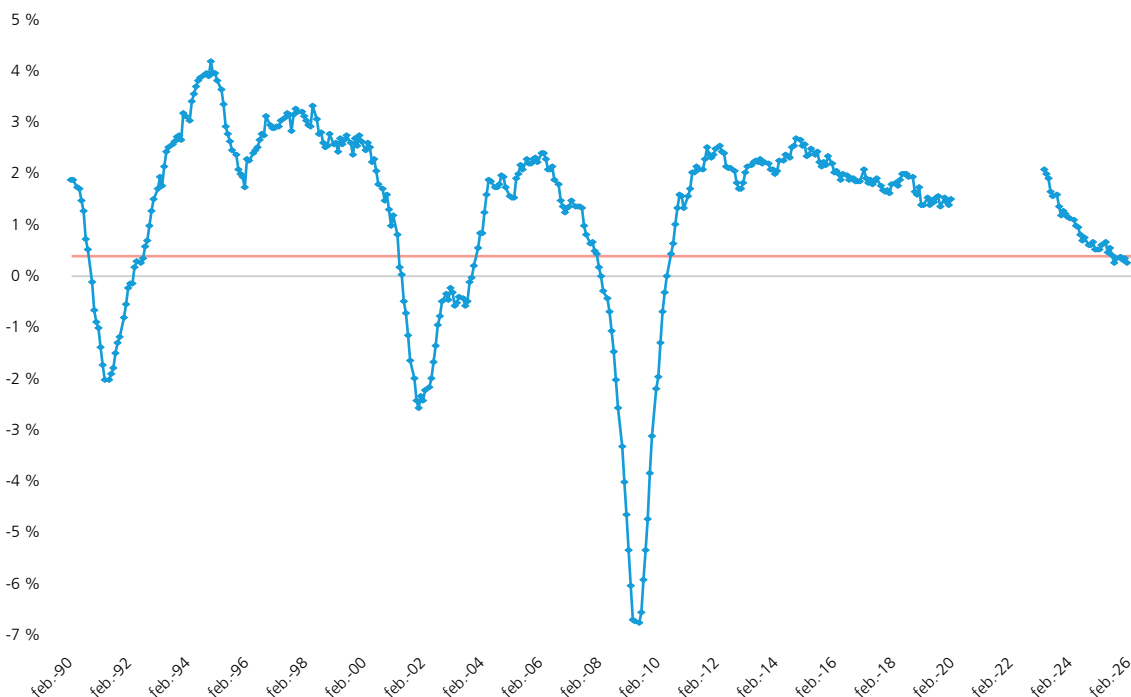
la generación de crédito, que analizamos más adelante. De este modo, a los efectos comunes de la crisis energética -menor confianza y mayores costes- se añaden elementos propios que actúan como freno adicional al crecimiento.

Por el otro lado está el motor de la inversión ligada al desarrollo de la Inteligencia Artificial, que ya supuso la mitad del crecimiento de ese país en 2025. De momento no da señales de frenarse, pero este año se enfrenta al duro reto de la colocación en bolsa de la empresa que concentra más del 40 % de ese gasto, OpenAI, si la colocación sale mal, o se anula, el panorama de crecimiento para EE. UU. se presenta sombrío.

De poco consuelo es saber que, a cambio, las empresas petroleras ganarán más. Estados Unidos se juega más de lo que parece a primera vista en que esta crisis energética no se prolongue. Confiamos en que la administración Trump sea consciente de ello y que ese incentivo contribuya a una resolución rápida del conflicto en Irán.

EE. UU.

Creación de empleo en el sector privado, variación en 9 meses



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► Renta Fija

Tipos de interés y crisis energética, mala combinación

El impacto de la crisis energética pone a los Bancos Centrales en un difícil dilema. Su trabajo es evitar que la inflación de la energía se traslade al conjunto de la economía y se cronifique en unas expectativas de inflación siempre al alza, es decir, que tienen que usar el instrumento del que disponen para combatir la inflación, las subidas de los tipos de intervención.

Por otro lado, ese instrumento actúa debilitando la demanda, y eso supone añadir otro lastre a una demanda ya de por sí muy afectada por la subida del precio de la energía. La variación en la curva de tipos, con subidas más acusadas

en los tramos cortos, es razonable en este contexto.

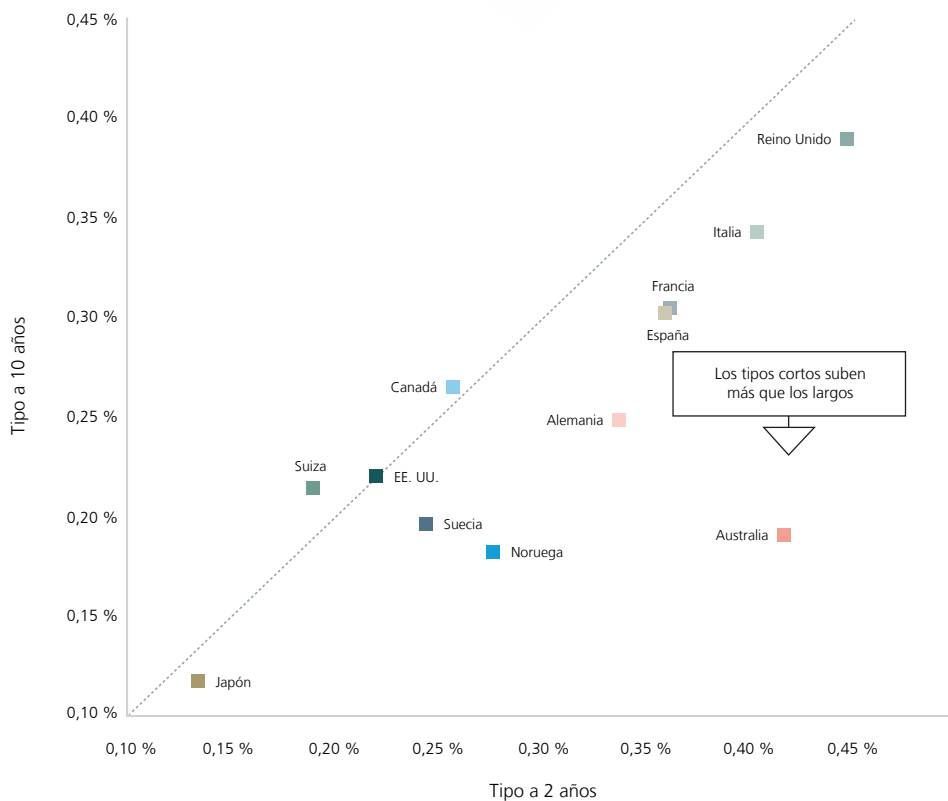
Más que con subidas de tipos, la situación puede resolverse con inacción acompañada de mensajes creíbles que refuercen la actitud vigilante frente al riesgo inflacionista, pero si tiene que actuar estamos convencidos que preferirán hacerlo reforzando su credibilidad (es decir, subiendo tipos), antes que reforzando a la economía (no haciendo nada o bajándolos).

Hay que matizar que nuestra convicción es mayor con los Bancos Centrales que mantienen su libertad de acción frente al poder político, los otros harán lo que les manden, o lo que les dejen.

Para el caso del Banco Central Europeo nuestra apuesta es que no hará nada, o

más bien que no necesitará hacer nada, pero que el temor a que se vea forzado a subir tipos nos acompañará mientras dure la crisis, y aumentará a medida que esta se prolongue. La subida que hemos visto en los tipos de interés podrá ser una oportunidad de compra, pero de momento no parece prudente anticiparse, tiempo habrá.

Variación en los tipos de interés desde el inicio de la guerra en Irán



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► Renta Variable

Bolsa y crisis energética, malo para todos

Durante la primera semana del conflicto la bolsa de EE. UU. se comportó mucho mejor que las del resto del mundo, y en los medios vimos “explicaciones” que lo justificaban por la posición exportadora de hidrocarburos de ese país. Durante la segunda semana el comportamiento ha sido igual, es decir malo, en todas partes. No debería extrañarnos. Además de las fragilidades ya comentadas de la economía de Estados Unidos, tenemos una crisis energética muy reciente, la de 2022, para evaluar ese posible papel “refugio” de la bolsa de ese país, y lo que muestra la historia es que su posición fue exactamente la contraria.

El crudo subió durante los seis primeros meses de 2022 desde 65 euros por barril (usando la referencia del Brent) a 114, y en ese periodo la bolsa americana perdió un 17 %, frente a un 12 % para el resto del mundo. Cuando el precio del crudo bajó todas las bolsas subieron, pero la de EE. UU. lo hizo más, llegando a estar casi plana en agosto de ese año. Luego vinieron nuevas caídas, más asociadas a las subidas de tipos por parte de los Bancos Centrales, y Estados Unidos volvió a caer más que el resto del mundo, cerrando el año con una caída que duplicaba a la del resto de bolsas de los países desarrollados.

Hay varios motivos que explican el comportamiento, pero la clave está en la composición sectorial, en EE. UU. el

sector de energía pesa la mitad que en el resto del mundo, y predominan los sectores que ofrecen un crecimiento potencial muy elevado, es decir que concentran la mayor parte de sus beneficios en el futuro.

El precio de los beneficios futuros es muy sensible a dos factores, la confianza, que es lo primero que se pierde en una crisis, y los tipos de interés, que son lo que permite comparar futuro y presente. Una crisis energética es mala en ambos casos, y eso explica que lejos de servir como refugio la bolsa de Estados Unidos se comporta peor que las demás. No creemos que el episodio actual sea una excepción.

Rentabilidad de los índices en euros



Fuente: Bloomberg y elaboración propia