

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



DICIEMBRE DE 2025



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 oficina de Banca Premier de CaixaBank, S.A. © CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohíbe su reproducción y comunicación o acceso a terceros no autorizados.



- ***Entorno de mercados***
 - EE. UU. flaquea, también, el consumo
 - No le hacemos caso a Draghi

- ***Renta Fija***
 - Una curva rebelde

- ***Renta Variable***
 - Dormir tranquilo es (relativamente) barato



Entorno de mercados

EE. UU. flaquea, también, el consumo

La reapertura del Gobierno de EE. UU. nos ha permitido volver a conocer las estadísticas que nos facilitan evaluar la salud de su economía, con algún retraso (vamos por septiembre) y algunas lagunas, y la foto no es muy buena.

Por empezar por las noticias menos malas, la inflación no se ha acelerado en septiembre, pero sigue incómodamente alta. Los datos de actividad se han mantenido débiles, especialmente los de creación de empleo y los de consumo. Este último es especialmente preocupante, el gasto en consumo del sector privado ha pasado de crecer, hasta finales de 2024, a un ritmo del 3% hasta uno inferior al 2% durante este año. Sería fácil atribuir la debilidad de la economía al impacto de los aranceles, al fin y al cabo, durante la primera legislatura de Trump vimos un efecto similar, pero la secuencia temporal no encaja. En el episodio de 2018 – 2019 el consumo se desaceleró

cuando los aranceles se hicieron efectivos, ahora lo ha hecho con dos trimestres de anticipación. La creación de empleo también empezó a deteriorarse antes de que los aranceles se hicieran efectivos.

Si no son los aranceles, ¿cómo explicamos el deterioro en el crecimiento? La respuesta, hipotética, es que el freno más importante es el elevado nivel de incertidumbre que provocan las erráticas políticas de la administración Trump. Los aranceles no solo son elevados, si no que van y vienen de manera arbitraria y caprichosa. En la misma mañana podemos ver en las noticias como las fuerzas de seguridad anuncian que han desmontado una red que vendía chips de NVIDIA a China y al presidente Trump anunciar que China tendrá acceso libre a esos chips. La armada de EE. UU. hunde barcos venezolanos en el Caribe porque Maduro lidera una organización de narcotráfico y Trump absuelve al expresidente de Honduras, Juan Orlando Hernández, condenado en firme por los tribunales de EE. UU. por ser el líder de

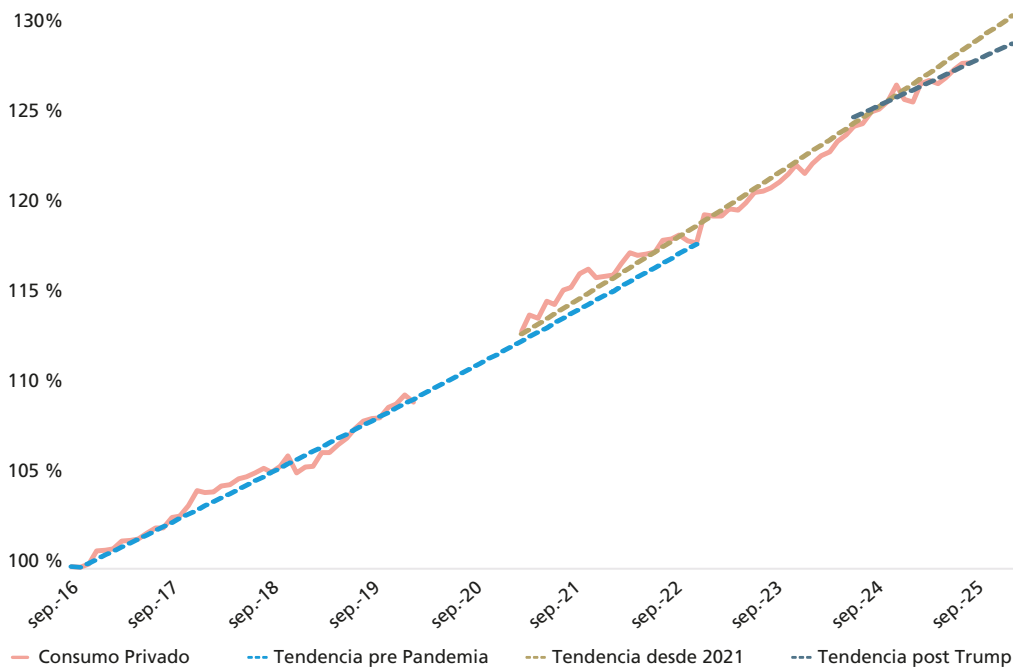
una organización de narcotráfico. El caos genera incertidumbre, y la incertidumbre parálisis.

La desaceleración se ve agravada por la política de deportaciones -los inmigrantes ilegales son, también, consumidores y trabajadores-, y, como guinda, la torpeza en la ejecución de la política añade otra capa de incertidumbre, la judicial, que puede desbaratar una parte de los aranceles.

La política económica se ha movilizado para aliviar la situación; la Reserva Federal ha bajado su tipo de interés, y el presupuesto de 2026 prevé un estímulo, moderado, pero muy concentrado en la primera mitad del año. Si nuestra hipótesis es cierta, sin embargo, ni un tipo de intervención más bajo (que ya veremos si se traslada a lo largo de la curva) ni alguna rebaja (temporal) de impuestos van a aliviar el problema de la incertidumbre. La medida más eficaz sería quitarle el micrófono a Trump, pero a ver quién le pone el cascabel a ese gato.

Exportaciones

Crecimiento medio anual, en dólares



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Entorno de mercados

No le hacemos caso a Draghi

Hace ya algo más de un año que se publicó el "Informe Draghi" para mejorar la competitividad en Europa, y el avance no es satisfactorio. El Parlamento Europeo estima que de las 383 recomendaciones, solo 43 se ha cumplido en su totalidad, otras 77 están en curso y del resto nada (aunque muchas siguen "en progreso", un concepto difuso).

El propio Draghi lo expresa con crudeza: "El modelo de crecimiento europeo lleva mucho tiempo bajo presión; las dependencias amenazan nuestra resiliencia; y sin un crecimiento más rápido, Europa no podría alcanzar sus ambiciones climáticas, digitales y de seguridad, por no hablar de financiar el envejecimiento de sus sociedades. Durante el último año, cada uno de estos desafíos ha empeorado, un año después,

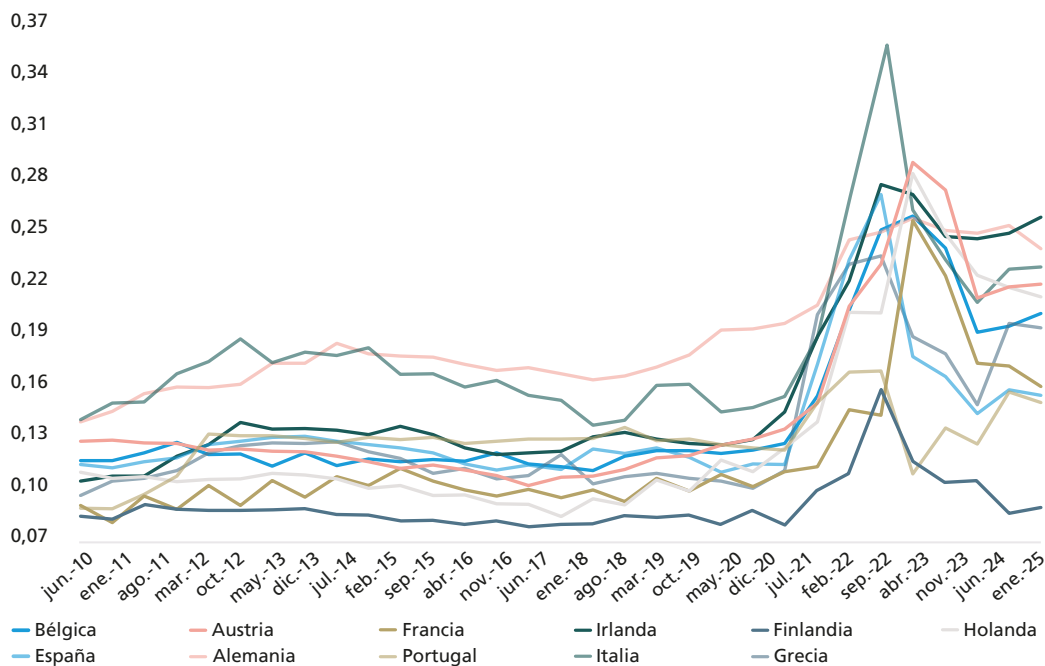
Europa se encuentra en una situación más difícil. Nuestro modelo de crecimiento se desvanece. Las vulnerabilidades aumentan. Y no hay una vía clara para financiar las inversiones que necesitamos. Se nos ha recordado, dolorosamente, que la inacción amenaza no solo nuestra competitividad, sino también nuestra propia soberanía". No son palabras alentadoras.

Quizás lo más doloroso es que donde los avances parecían más sencillos, en política energética, es donde menos hemos hecho. No tenemos una central de compra común para el gas natural ni hemos realizado nuevas interconexiones en la red eléctrica. La dispersión del precio de la electricidad, como consecuencia, no se ha reducido, más bien al revés. Es cierto que la diferencia con EE. UU. está mejorando, pero eso se debe únicamente a las nuevas infraestructuras que permiten exportar

más gas desde ese país, y es más una mala noticia para los americanos -con un incremento del precio del 50% en ese país- que una buena para los europeos.

El precio de la energía sigue siendo demasiado alto, volátil y dispar en toda Europa. La diferencia entre países puede llegar a ser de 3 veces, y muchos picos de precios podrían evitarse si la energía fluyera con mayor libertad hacia donde se necesita. Tuvimos que esperar a septiembre para que el Parlamento Europeo aprobase el uso de los Fondos de Cohesión para impulsar la infraestructura energética. Algunos proyectos ya están avanzando: la conexión de Irlanda con la red europea y el proyecto de la Bahía de Vizcaya -para duplicar la capacidad entre Francia y España- son los más significativos, pero queda mucho, demasiado, por hacer.

Precio de la electricidad para las empresas (€/KWh)
Media del rango de consumo 0,5 - 70 GWh



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► Renta Fija

Una curva rebelde

La Reserva Federal acaba de bajar su tipo de intervención hasta el 3,625%, sin embargo, el tipo de los bonos a 10 años se encuentra al mismo nivel que hace dos años, cuando el tipo de intervención era del 5,375%.

Ya hemos comentado que las dudas sobre la solvencia fiscal de algunos países y un entorno más inflacionista presionaban los tipos de interés de los plazos más largos, pero es alarmante constatar que el problema se está desplazando hacia los plazos intermedios. El tipo de los bonos a 5 años no ha reflejado las expectativas de un tipo de intervención más bajo, y cotiza al mismo nivel que alcanzó por primera vez en abril de este año. La curva se rebela contra el Banco Central.

Las dudas que la propia Reserva Federal ha mostrado en el proceso de bajada no ayudan, y son más que comprensibles en un entorno en el que con un único instrumento, el tipo de interés, tiene que hacer frente a dos problemas muy

EE. UU.

Una curva rebelde

distintos y que requerirían actuaciones inversas; una inflación que no baja y un empleo que no sube.

Sin embargo, es sorprendente que, en los últimos meses, la diferencia entre los bonos a 5 años de EE. UU. y Alemania (o España) haya permanecido estable cuando la Fed baja tipos y en el Banco Central Europeo la, muy autorizada, Isabel Schnabel dice que se siente muy cómoda con la idea de que el próximo movimiento es una subida.

Una pista muy significativa nos la da el mercado de bonos ligados a la inflación (recordemos, los bonos que pagan un tipo de interés más la inflación que ocurra hasta su vencimiento). En ese mercado la diferencia sí que se ha reducido mucho, así que lo que explica la "rebeldía" de la curva frente al Banco Central es, sobre todo, la desconfianza sobre la evolución futura de la inflación.

Las dudas de los inversores son comprensibles, la independencia de la Reserva Federal está continuamente amenazada por la administración Trump,

y la calidad de su candidato favorito para revelar al Sr. Powell en la presidencia de la institución es, cuando menos, debatida. El "tapado" es el actual jefe de su gabinete económico, Kevin Hassett, famoso por haber publicado en 1999, un libro llamado "Dow 36,000", en el que predecía que el índice Dow Jones alcanzaría el nivel de 36.000, en un plazo y lo que ocurrió es que el mercado cayó un 40% en ese periodo (Dow 7.000 habría sido un mejor título), y no alcanzó 36.000 hasta el año 2023.

Con esas credenciales la rebeldía de la curva no es sorprendente, pero no por eso es menos preocupante. Casi nadie se endeuda usando el tipo de intervención de la Reserva Federal, tampoco con el tipo a 30 años (aunque es muy relevante para las hipotecas), la deuda de las empresas y las familias se concentra en los plazos intermedios. Si la Fed pierde el control de esos tramos la discusión sobre si en su política debe primar el riesgo de inflación o el de desaceleración será un ejercicio fútil, dará igual lo que haga.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Variable

Dormir tranquilo es (relativamente) barato

La seguridad normalmente tiene un coste. Las primas que pagamos a las aseguradoras, o el gasto en orden público y defensa nacional, son un buen ejemplo.

En los mercados bursátiles eso se refleja en que los valores más estables son, casi siempre, algo más caros que el conjunto del mercado; es decir que el precio que pagamos por el beneficio de las empresas con cotizaciones más estables es más alto que la media del precio que pagamos por el beneficio del conjunto de las empresas cotizadas. A largo plazo el coste de la seguridad compensa, tarde o temprano ocurre el "accidente" del que nos prevenimos.

En el caso de los índices bursátiles la rentabilidad del índice S&P 500 ha sido

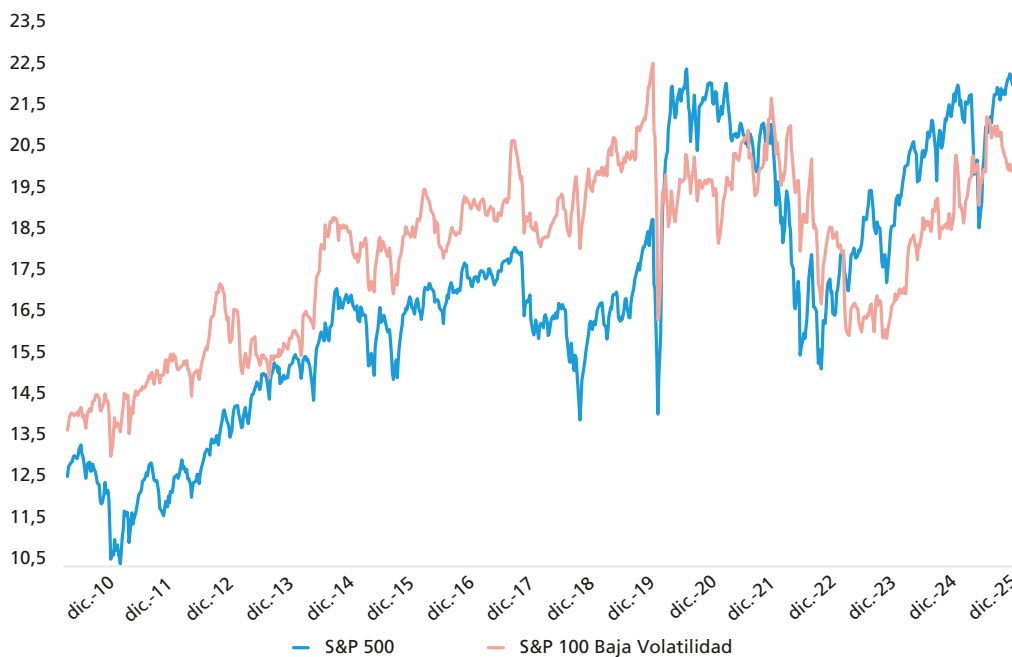
inferior en algo menos de medio punto cada año que la del índice compuesto por el subconjunto de los 100 valores más estables. No es poco, la diferencia acumulada desde 1992, cuando tenemos los primeros datos, hasta hoy, es un 100%. La relación tradicional sin embargo se ha invertido en los últimos tiempos, ninguno de los dos índices está barato respecto a su propia historia, pero el índice más estable es más barato que el índice total, y por una diferencia considerable; si dividimos el beneficio esperado por el precio (la inversa de la ratio usual de precio dividido por beneficio), la "rentabilidad por beneficio" de los valores estables es del 5,1%, la del conjunto del índice del 4,5%.

También se ha invertido la relación de rentabilidad. En los últimos cinco años el "índice estable" ha ganado la mitad

que el índice amplio. La fiebre de las tecnológicas, que no son precisamente valores estables, y el incremento de la actividad de lo que tradicionalmente se conocía como "barandilleros", inversores individuales que operan cada día al calor de los últimos rumores, explica la situación.

No sabemos cuándo ocurrirá un accidente, pero sí que la tranquilidad nunca ha sido tan, relativamente, barata de adquirir. Es una buena noticia.

Precio / Beneficio esperado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia