

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



ABRIL DE 2025



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2024



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 Privada 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***
 - Una descomunal subida de impuestos
 - Un problema manejable

- ***Renta Fija***
 - Dólar débil, el síntoma de un profundo cambio

- ***Renta Variable***
 - Cinco años empatados



Entorno de mercados

Una descomunal subida de impuestos

El denominado, por Donald Trump, “Día de la Liberación” en Estados Unidos consistió en el anuncio de una descomunal subida de los impuestos a la importación, que pagarán los consumidores y las empresas de ese país.

Nos debemos preguntar qué proceso lógico lleva proclamar que una subida de impuestos es una “Liberación”. ¿De qué están siendo liberados los americanos?

En la visión del mundo de Trump la liberación es de la dependencia exterior; el grupo ultranacionalista de su gobierno percibe el déficit comercial en bienes como

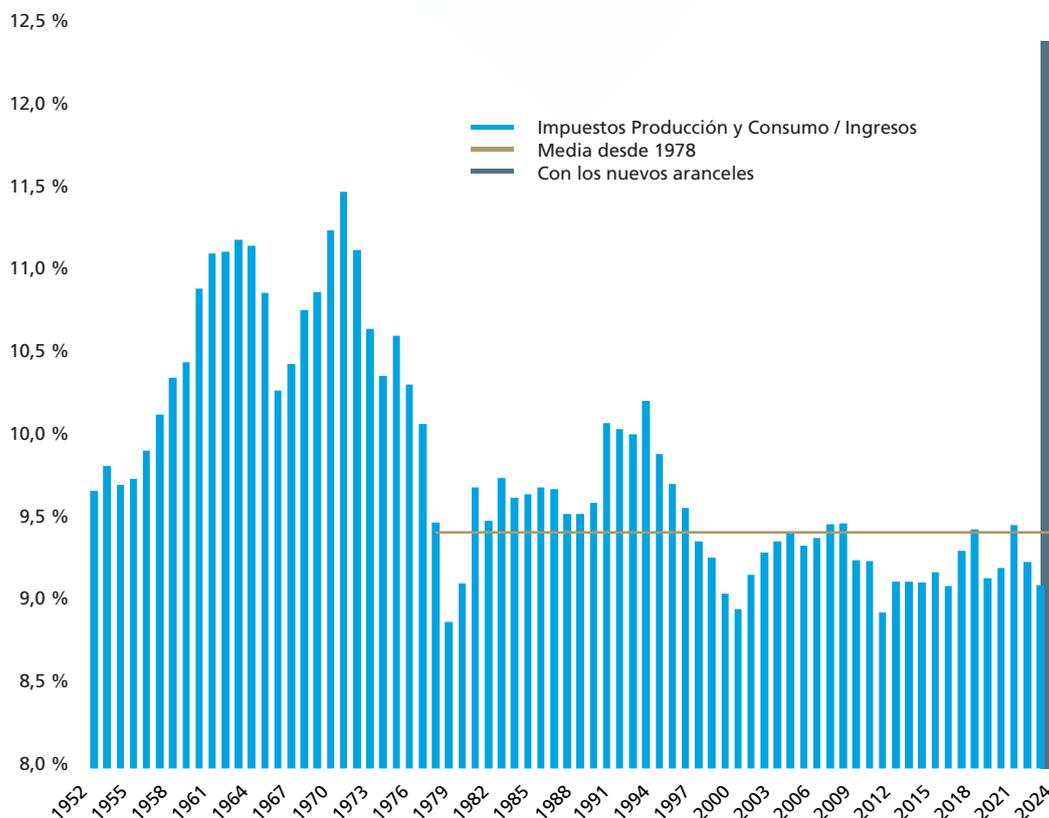
una vulnerabilidad, y el coste que están dispuestos a pagar para eliminarla es muy elevado; tan elevado que en el diseño inicial de la subida de impuestos hacía inevitable una recesión ya en la segunda mitad de este año, acompañada de una fuerte subida de la inflación.

Debemos entender que reducir el déficit comercial obliga a realizar una política económica contractiva; el único camino es un incremento del ahorro nacional (o lo que es lo mismo, una reducción del consumo), y eso se consigue subiendo los impuestos, vía aranceles, y reduciendo las transferencias de renta -seguridad social, sanidad y educación-.

La sorpresa del anuncio fue el tamaño, no la dirección. La reacción del mercado forzó

a una reducción de la medida, que ha pasado de ser descomunal a simplemente enorme; el tipo impositivo que se aplicaba a los impuestos en 2023 era del 2,5 %, con las medidas anunciadas sube hasta el 20 %; las importaciones de bienes son un 11,5 % del PIB de Estados Unidos, o más relevante, un 17 % del ingreso del sector privado, así que la subida de aranceles supone un impuesto extra de entre 2 y 3 puntos del ingreso del sector privado, una subida que si no nos lleva a la recesión nos dejará cerca, y con un impacto en la inflación superior a 1 punto; menos crecimiento y más inflación, una combinación poco deseable.

Los nuevos aranceles, un incremento de impuestos descomunal. EE. UU. Impuestos sobre producción y consumo / Ingreso Privado



Fuente: Reserva Federal y elaboración propia

➤ **Entorno de mercados**

Un problema manejable

La reducción de importaciones que esperamos en Estados Unidos es un problema para los países exportadores, pero tienen herramientas para mitigar el impacto.

El país más perjudicado es, sin duda, China, pero las exportaciones a EE. UU. suponen solo un 3 % de su PIB, si suponemos que caen a la mitad, una estimación muy agresiva, China debe "encontrar" un 1,55 de su producción para compensarlo. Una acción decidida para impulsar el consumo doméstico -y sin duda China va a redoblar sus esfuerzos en ese sentido- permitirá compensar, sin mucha dificultad, la caída en exportaciones.

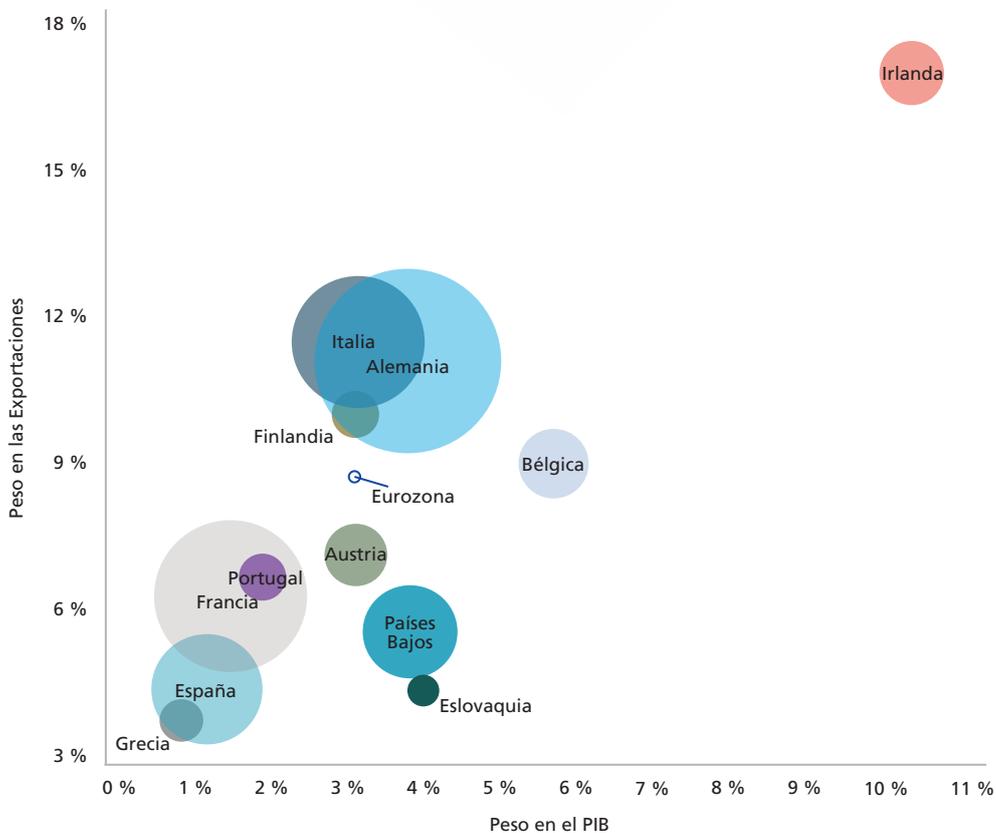
La Unión Europea, y especialmente la Eurozona, es el otro gran socio comercial de EE. UU. Como en el caso de China el peso de las exportaciones a Estados Unidos es un 3 % del PIB conjunto, aunque a nivel nacional el rango va desde un 1 % en España o Grecia hasta un 10 % para Irlanda. Podemos suponer que la caída de nuestras exportaciones será inferior a la de China, pero por ser muy pesimistas imaginemos que es de un 25 %, con un impacto de 0,75 puntos en nuestro PIB.

En el caso de la Eurozona las medidas de estímulo serán más heterogéneas. Para Alemania el paquete de inversión en infraestructuras ya aprobado es suficiente no solo para compensar eso, sino para garantizar que el crecimiento se acelera. Irlanda, el país más afectado, tiene un

superávit público del 4 % de su PIB, con lo que también puede estimular su demanda doméstica. Para España, o incluso Francia, la caída de las exportaciones a Estados Unidos afecta al crecimiento en centésimas. Italia es el país con peor situación, el peso de las exportaciones a EE. UU. es de un 3 % de su PIB y casi el 12 % de sus exportaciones, y su capacidad para mitigar el impacto con medidas fiscales es muy limitada, pero si Alemania acelera su crecimiento los exportadores italianos tienen un mercado cercano en el que intentar ser competitivos.

En resumen, la política fiscal de Trump no es buena para nadie, pero el problema de crecimiento está muy concentrado en Estados Unidos.

Peso de las exportaciones a EE. UU.



Fuente: Eurostat y elaboración propia



➤ **Renta Fija**

Dólar débil, el síntoma de un profundo cambio

El movimiento del dólar desde la toma de posesión de Donald Trump ha sido de marcada debilidad. La divisa americana se ha depreciado cerca de un 8 % contra el yen y el euro, un 6 % contra la libra y en torno al 3 % contra el peso mexicano y el dólar canadiense, algo que a priori puede resultar contradictorio con la imposición de aranceles.

La teoría económica, y el sentido común, nos dicen que el movimiento de las divisas tiende a compensar las trabas al comercio exterior, pero en el episodio actual lo está magnificando. Los americanos no solo van a tener que pagar más impuestos por los bienes importados, además los van a comprar más caros por la debilidad de su divisa.

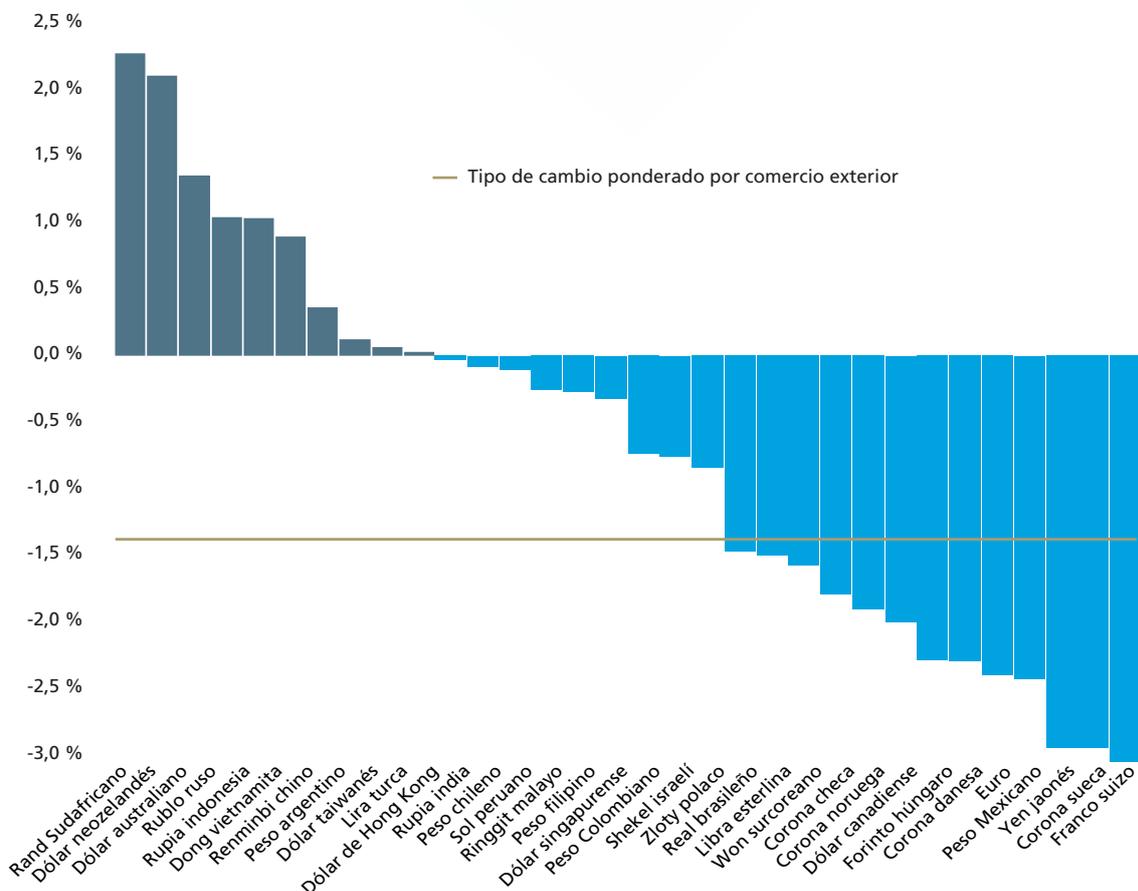
La explicación está, creemos, en los flujos financieros. Hay que recordar que la acumulación de pasivos de Estados Unidos frente al resto del mundo ha sido enorme, en los últimos 20 años se ha duplicado, del 105 % de su PIB en 2004 al 214 % en 2024, y el proceso se ha ido acelerando, desde el 2018 el incremento ha sido de más de 40 puntos de PIB. De ese pasivo, más de un 70 % son inversiones financieras, con un 30 % en acciones cotizadas (más un 8 % en derivados) y el resto en deuda y depósitos.

La acumulación de pasivo es reflejo del atractivo que ha tenido la inversión en EE. UU. y la otra cara de la moneda del déficit comercial (por definición un país solo puede tener un déficit en bienes y servicios si exporta productos financieros para pagarlo). Las políticas de Trump que intentan reducir el déficit comercial

también, inevitablemente, deben reducir ese pasivo exterior, favoreciendo una repatriación de capitales.

El empeoramiento relativo de la expectativa de crecimiento en EE. UU. frente al resto del mundo (unido a la pérdida de atractivo de las empresas tecnológicas por los motivos que explicamos en el último Coordinadas) son suficientes para animar a los inversores a reducir el peso de EE. UU. en sus carteras, la caída del dólar es un reflejo de estos flujos financieros. El largo periodo de apreciación del dólar, que contra el euro se inició en verano de 2008 cuando la cotización alcanzó 1,6, ha llegado a su punto de inflexión. En este punto, al menos, la política de Trump está siendo eficaz.

Movimiento del dólar desde el "Día de la Liberación"



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

Cinco años empatados

Las recientes caídas de los mercados en EE. UU. provocan que cada vez aparezcan más comentarios que apuntan a que estamos ante una tremenda oportunidad de compra en Estados Unidos. No es nuestra opinión.

Llevamos cinco años en los que los mercados de Estados Unidos y la Eurozona -medidos en euros e incluyendo los dividendos para comparar peras con peras- se van entrelazando como los hilos de una trenza, cuando un mercado está por encima del otro y de repente se encuentran lo que ha significado es tocaba una época en la que iba a estar por debajo; llevamos cinco años con esa dinámica. No pensemos que por el mero hecho de que Estados Unidos haya caído más que la Eurozona eso configura una buena oportunidad de

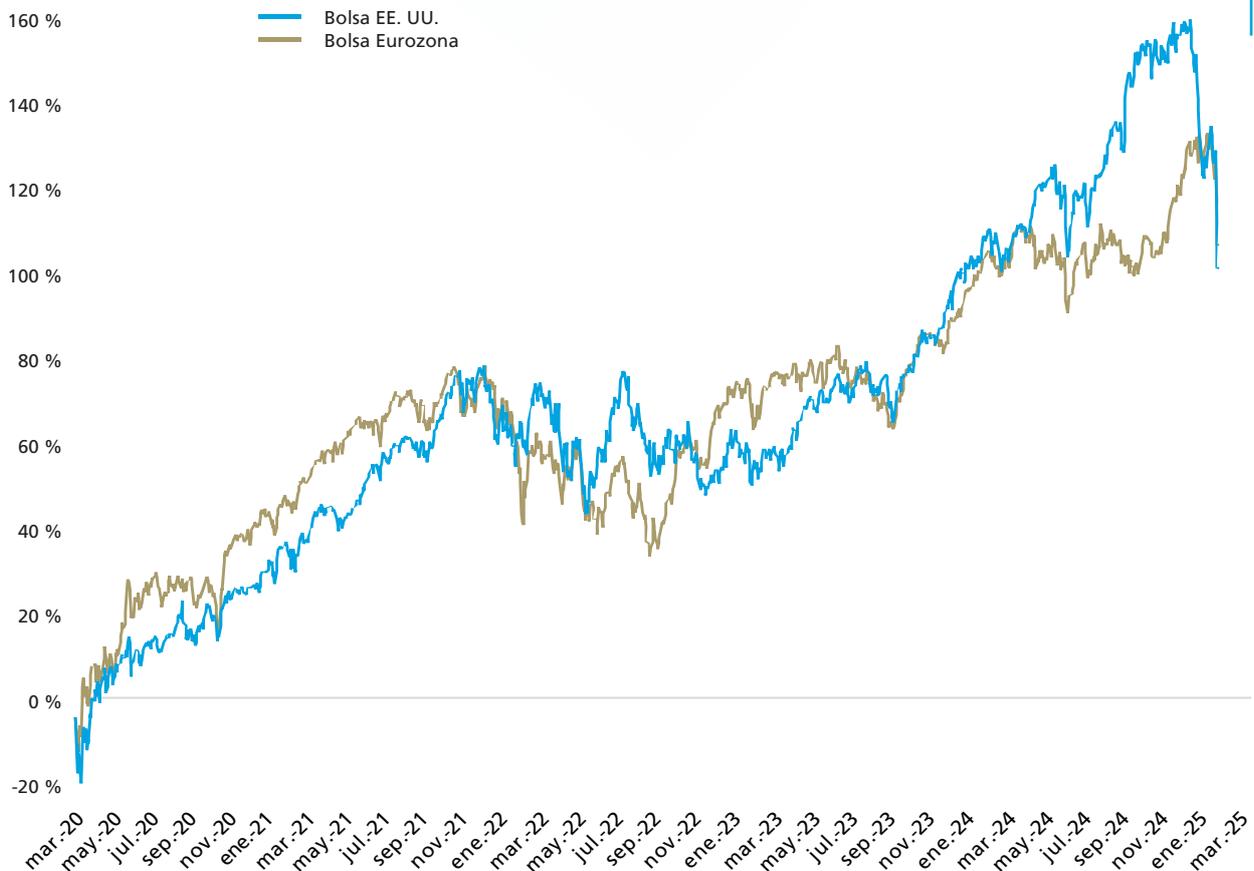
compra. Probablemente ese cruce de las dos líneas, que como decíamos anteriormente se entrecruzan continuamente, lo que implica es que la línea que representa a la bolsa de EE. UU. va a estar una época por debajo de la línea correspondiente a la de la Eurozona, como ha estado en varias ocasiones en los cinco años que van desde el año 2020 hasta ahora.

Los recientes acontecimientos provocados por el "Día de la Liberación" obligan a los inversores a hacer dos ajustes. Uno tiene que ver con cuánto van a afectar a los beneficios, un ajuste que está por hacer y por el que tanto en Europa como en Estados Unidos es más probable que veamos bajadas de beneficios que subidas. El otro se refiere a cómo van a afectar esos acontecimientos a la valoración de los beneficios, y ahí es donde, una vez más, el problema está en

Estados Unidos cuya valoración, incluso con las caídas, está todavía cerca de las 18 veces beneficios cuando lo normal sería que pudiera acabar cerca de 15.

No es excepcional, por tanto, que Estados Unidos haya empatado con la Eurozona porque llevamos empatando y desempatando durante 5 años. Y de aquí en adelante tanto en Estados Unidos como en la Eurozona nos falta todavía hacer la revisión a la baja de los beneficios, pero en Estados Unidos falta además hacer la revisión a la baja de los múltiplos. Un ajuste de la valoración de 18 veces beneficios a, supongamos, 15 unido a un ajuste a la baja de los beneficios de, digamos, un 10 % supondría todavía bastante para la bolsa de EE. UU. en términos de índice.

Evolución de las bolsas, en euros e incluyendo dividendos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia