

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



MARZO DE 2025



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2024

 **CaixaBank**
Banca Premier

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**

- Trump 2.0: La revolución que nadie pidió
- Alemania: *whatever it takes* 2.0

➤ **Renta Fija**

- De la divergencia a la convergencia por razones inesperadas

➤ **Renta Variable**

- MEGA: *Make Europe Great Again*

Entorno de mercados

Trump 2.0: La revolución que nadie pidió

La administración Trump está redefiniendo la economía moderna: la volatilidad política ha superado a los fundamentales como motor del pesimismo de los consumidores.

En febrero, tanto el sentimiento del consumidor como el consumo registraron su mayor caída mensual desde 2021, incluso descontando factores estacionales como el frío extremo o los incendios en California. El detonante no es climático, sino político: la raíz de este desánimo radica en tres frentes interconectados: aranceles improvisados, retórica geopolítica agresiva y una incertidumbre constante que se filtra en cada decisión de gasto. Una de las consecuencias directas de lo primero son las mayores expectativas de inflación a largo plazo desde 1995, el 3,5 %. Este dato no refleja la inflación actual, sino un temor psicológico alimentado por los aranceles a

México, Canadá y China, cuya aplicación parece atrapada en un bucle constante: anunciados, suspendidos, reactivados y congelados una y otra vez.

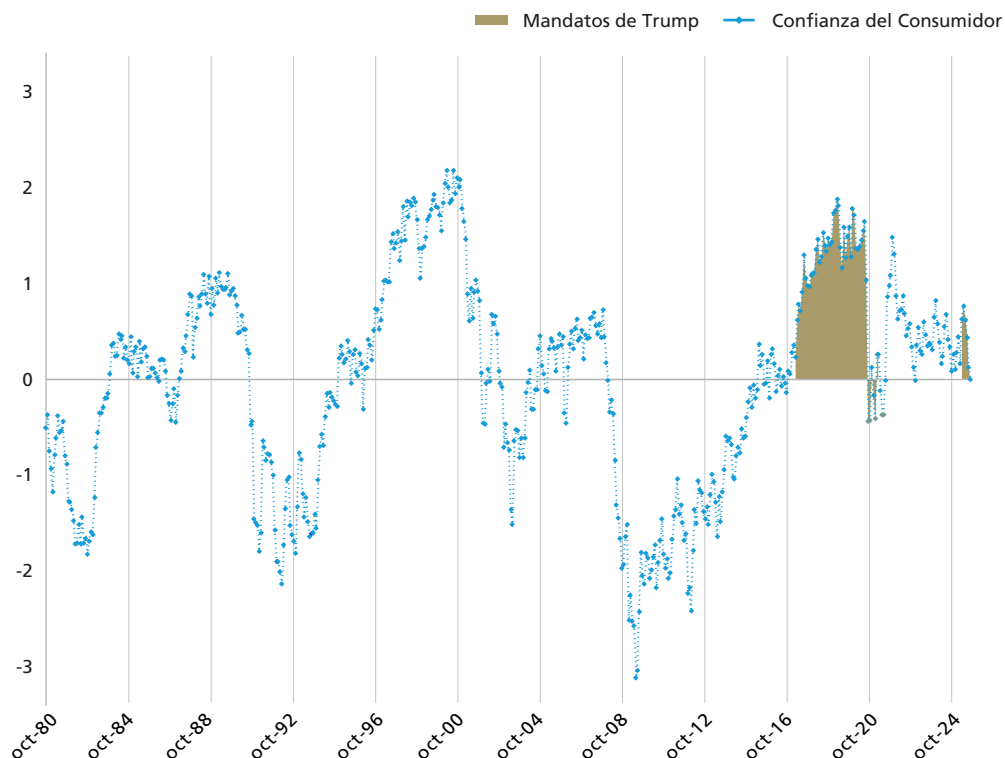
Esta volatilidad genera un círculo vicioso que amenaza al principal motor de la economía estadounidense: el consumo. Se activa así la paradoja de la profecía autocumplida: el miedo a precios más altos frena el gasto presente, debilitando la demanda, mientras que las empresas, anticipando esa caída, elevan los precios de forma preventiva para proteger sus márgenes y compensar la posible pérdida de ingresos, dando validez a las previsiones inflacionistas iniciales. Además, se retroalimenta ampliando el divorcio entre los indicadores objetivos y la percepción ciudadana: con el paro en zona de mínimos históricos, uno de cada tres hogares prevé un deterioro del mercado laboral en los próximos seis meses, mientras que menos de cuatro de cada diez planea vacaciones próximamente, en ambos casos los peores datos desde 2010 excluyendo la pandemia.

Muchos votantes respaldaron a Trump con su primer mandato en el recuerdo y seducidos por la promesa de un renovado MAGA (*Make America Great Again*) basado en nuevos recortes fiscales y una mayor desregulación. No lo hicieron para iniciar una revolución económica que desafíe los pilares del sistema multilateral vigente desde 1945, poniendo en riesgo además las relaciones con aliados estratégicos como Europa o la vecina Canadá.

Los cimientos del crecimiento económico estadounidense siguen siendo robustos, pero la desaceleración podría no empezar en las fábricas ni en el crédito, sino en algo mucho más cotidiano: el carrito de la compra.

Ni consumidores, ni inversores, ni nosotros mismos esperábamos que Trump se convirtiera en un revolucionario. Y lo cierto es que a nadie le gustan los revolucionarios cuando lo que está en juego es la estabilidad económica.

Ciclo electoral y confianza del consumidor



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Entorno de mercados

Alemania: *whatever it takes* 2.0

"Europa se forja en las crisis, y será la suma de las soluciones aportadas a esas crisis", advirtió Jean Monnet.

Estamos ante el inicio de una nueva era: de la austeridad como dogma a la inversión estratégica como pilar de soberanía. Este paquete fiscal reconfigura la arquitectura financiera de Europa, fusionando el rearme militar con la modernización industrial en un movimiento sin precedentes desde la reunificación y en línea con plan Draghi del que hemos hablado aquí en muchas ocasiones.

El acuerdo CDU/CSU-SPD introduce tres pilares clave: 1) Exención del gasto en defensa superior al 1 % del PIB del límite constitucional de deuda (ampliando el margen de financiación en 65.000 millones de euros / año). 2) Fondo extraordinario de infraestructuras de 500.000 millones

de euros (50.000 millones de euros / año hasta 2034). 3) Flexibilización del techo de déficit estructural en Länder (0 % - 0,35 % PIB) que libera 15.000 millones de euros anuales adicionales. En total hablamos de un plan que supone una inversión la próxima década equivalente el 33 % del PIB alemán en 2024.

Alemania afronta esta expansión fiscal desde una posición privilegiada respecto al resto de países. La deuda germana actual apenas supera el 60 % del PIB, considerablemente inferior al promedio europeo y muy por debajo de países como EE. UU., Francia, Italia o Japón. Por poner en contexto, para alcanzar el nivel de endeudamiento americano Alemania podría llegar a gastar 2.500 millones adicionales, mucho más de lo anunciado.

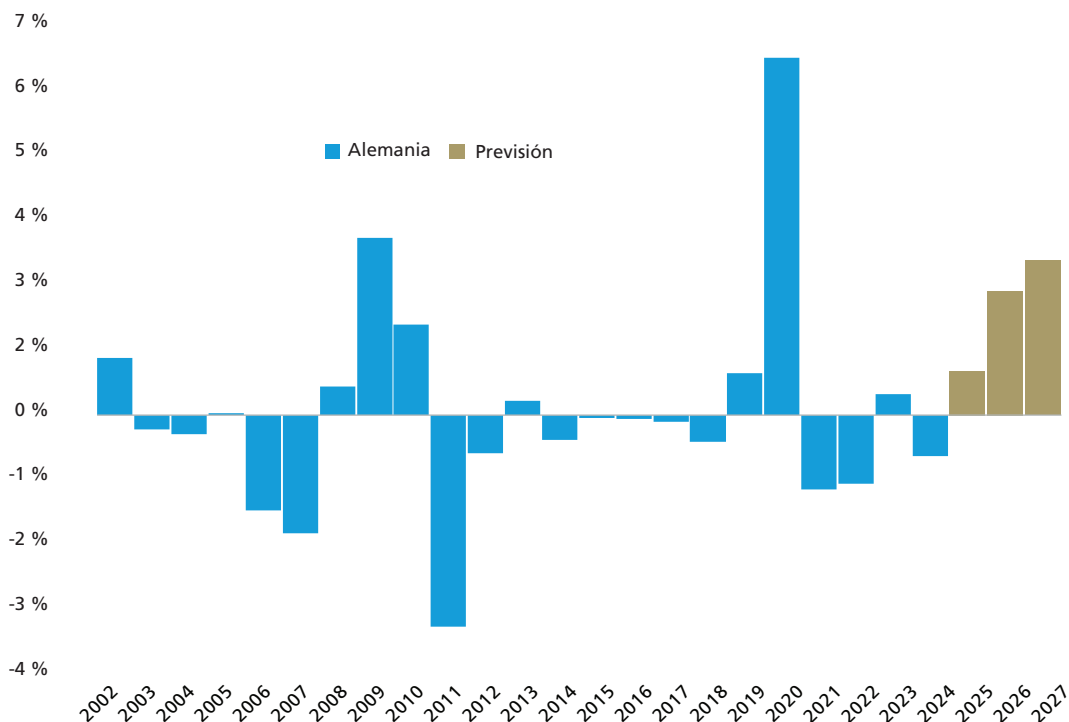
El doble *shock* sufrido por sectores estratégicos como la automoción (afectada por el *dieselgate* y la transición hacia vehículos eléctricos) y la energía (golpeada por la guerra de Ucrania), obligaba a Alemania -y a Europa en

general- a reinventarse. En este contexto, la inversión en infraestructura y defensa cobra aún más relevancia como motor de crecimiento, mitigando la pérdida de competitividad industrial y acelerando la transición hacia un modelo más sostenible e innovador.

Además, la inversión en defensa tiene un fuerte efecto multiplicador en la economía. Aunque inicialmente cada euro invertido genera un retorno inferior a 1, a medio plazo puede duplicarse gracias al desarrollo de cadenas de suministro, nuevas infraestructuras y un ecosistema industrial fortalecido. A esto se suman las sinergias en I+D con aplicaciones civiles en inteligencia artificial, satélites o ciberseguridad, consolidando un impulso estratégico de largo plazo.

Estamos en un momento histórico decisivo: esta expansión fiscal es un "Draghi 2.0" geopolítico, evocando el legendario *whatever it takes* que salvó al euro en 2012. Su éxito definirá el futuro de Europa durante las próximas décadas.

Impulso Fiscal. Variación en el déficit primario



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

➤ Renta Fija

De la divergencia a la convergencia por razones inesperadas

Esperábamos que las expectativas de recortes de tipos de interés en Estados Unidos y Europa se alinearán a lo largo del año, dado que ambos enfrentan niveles de inflación muy similares y mercados laborales igualmente sólidos. Sin embargo, este ajuste se ha iniciado por causas inesperadas.

En Europa, el Bund alemán a 10 años registró la mayor subida diaria desde 1990 tras el anuncio del nuevo plan fiscal en Alemania. Este aumento responde al mayor endeudamiento proyectado, que elevó el coste de financiación no solo en Alemania, sino en toda la región. Este movimiento se ha centrado en las implicaciones fiscales y ha dado menos relevancia al efecto multiplicador que una mayor inversión podría tener sobre el crecimiento económico, así como la

capacidad fiscal alemana para gestionar el endeudamiento de forma eficiente.

Por el contrario, en Estados Unidos, las TIRes han caído debido a un *growth scare* motivado por datos económicos más débiles de lo esperado. Esto sucede a pesar de que la economía estadounidense conserva una robustez estructural más allá del ruido del efecto Trump. Sin embargo, el mercado parece estar ignorando su gran reto pendiente: el altísimo nivel de endeudamiento estadounidense y su déficit estructuralmente desbocado, que debería acabar impactando en la prima de riesgo de su deuda más pronto que tarde especialmente prometiendo bajadas impositivas.

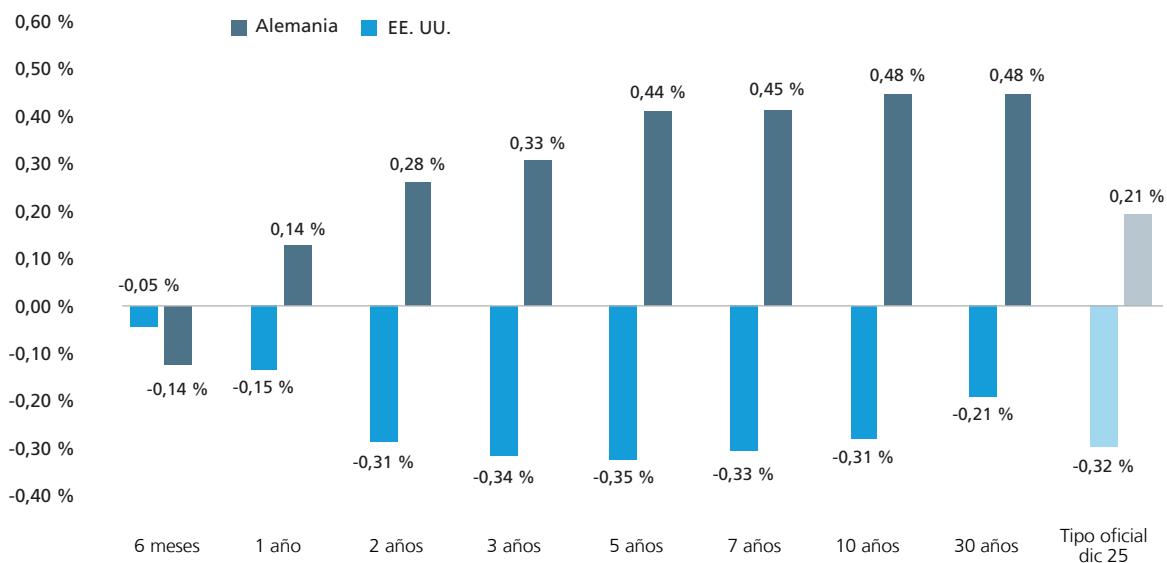
La consecuencia de estos movimientos es que la divergencia en las políticas monetarias de la Fed y el BCE se ha reducido. Ahora el mercado anticipa una bajada de tipos menos en Europa, con un tipo terminal esperado en el 2 % para

cerrar el año, mientras que en Estados Unidos proyecta más de una bajada adicional a las previstas al iniciar el año. En pocas semanas, la diferencia entre las rebajas de tipos esperadas este año en ambas economías ha pasado de 4 (5 en Europa vs 1 en EE. UU.) a solo una (4 y 3, respectivamente).

Estos cambios también han tenido repercusiones en los mercados de divisas. El euro, impulsado por la subida en las TIRes europeas y el optimismo hacia su economía, registró su mejor semana desde 2009 frente al dólar que tenía una enorme sobrevaloración.

En un escenario tan incierto, tanto los Bancos Centrales como nosotros contamos con nula visibilidad sobre la trayectoria de sus políticas monetarias. Aunque la dirección a la baja en los tipos de interés se mantiene, la intensidad y velocidad de los ajustes se definirán de manera gradual, pasito a pasito.

Variación TIR deuda soberana EE. UU. y Alemana en 2025.
A la derecha en degradado tipo oficial esperado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

➤ Renta Variable

MEGA: Make Europe Great Again

Con el beneficio de la perspectiva, es fascinante observar cómo las intuiciones iniciales sobre los mercados pueden ser tan erróneas.

Al inicio del Trump 2.0, la narrativa era clara: aprovechar el *Trump Trade* en sectores como la energía en EE. UU. y evitar Europa por el riesgo de aranceles. Pero aquella euforia inicial se ha esfumado. El caso de Tesla lo ilustra a la perfección: tras duplicar su valor tras las elecciones por la supuesta cercanía entre Musk y Trump, ha perdido en pocas semanas todo lo ganado.

Es paradójico que su inicio de mandato haya coincidido con el resurgir de la bolsa europea. Con el segundo mejor comienzo de año de su historia, se encamina hacia el mejor trimestre en términos relativos frente a Estados Unidos en la última década.

El origen de este movimiento está en las expectativas. Durante meses, hemos

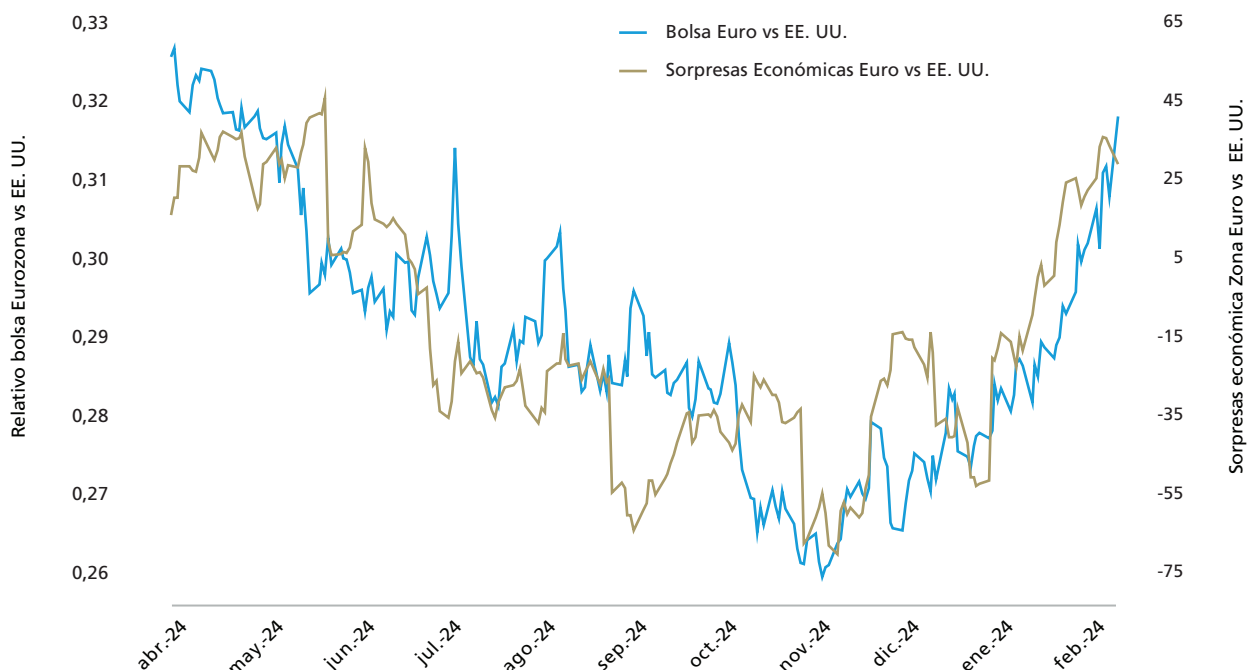
señalado el excesivo pesimismo que rodeaba al viejo continente, reflejado en el posicionamiento extremadamente bajo de los inversores. Sin embargo, los datos económicos comenzaron a sorprender positivamente, mientras que en EE. UU. ocurría lo contrario, con unas expectativas tan elevadas que resultaban difíciles de cumplir. Cada nuevo dato reforzaba esta reversión, atrayendo flujos hacia la bolsa europea y acelerando el movimiento alcista. El sector defensa encabeza las ganancias, impulsado por las perspectivas de inversión en un contexto geopolítico incierto. Rheinmetall emerge como la "Nvidia de Europa", capitalizando el aumento del gasto militar, similar al papel de Nvidia con la IA en EE. UU. Por otro lado, los bancos europeos han sido un actor más discreto pero igualmente relevante. Han visto cómo sus beneficios han aumentado aún más que sus cotizaciones, gracias al impacto de la positivización de la curva de tipos de interés, que ha mejorado sus márgenes financieros.

A pesar de este *rally* europeo, el relativo

histórico sigue siendo muy favorable a la bolsa estadounidense. Europa sigue cotizando con un descuento significativo frente a Estados Unidos, por encima de su media histórica y de manera generalizada en todos los sectores. Esto sugiere que el mercado europeo aún presenta interesantes oportunidades a largo plazo.

Sin embargo, hay una lección clave que no debemos olvidar: perseguir al mercado rara vez da buenos resultados. Casos recientes, como el de las renovables o la inteligencia artificial, han demostrado que cuando las expectativas rozan la perfección, cualquier realidad, por buena que sea, siempre queda corta. La clave para invertir en Europa no es subirse al carro de las acciones más populares, sino mantener carteras diversificadas y equilibradas que se beneficien del potencial a largo plazo de una región que, ahora sí, parece comenzar a cerrar la brecha con el mercado estadounidense.

Relativo EE. UU. vs Eurozona en Bolsa y sorpresas económicas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia