

# DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



**MAYO DE 2025**



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



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 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***

- Comercio y consumo
- Golpe asimétrico

➤ ***Renta Fija***

- Poca pendiente en la curva de tipos

➤ ***Renta Variable***

- Beneficios y precios, en Europa dan más por menos



Entorno de mercados

Comercio y consumo

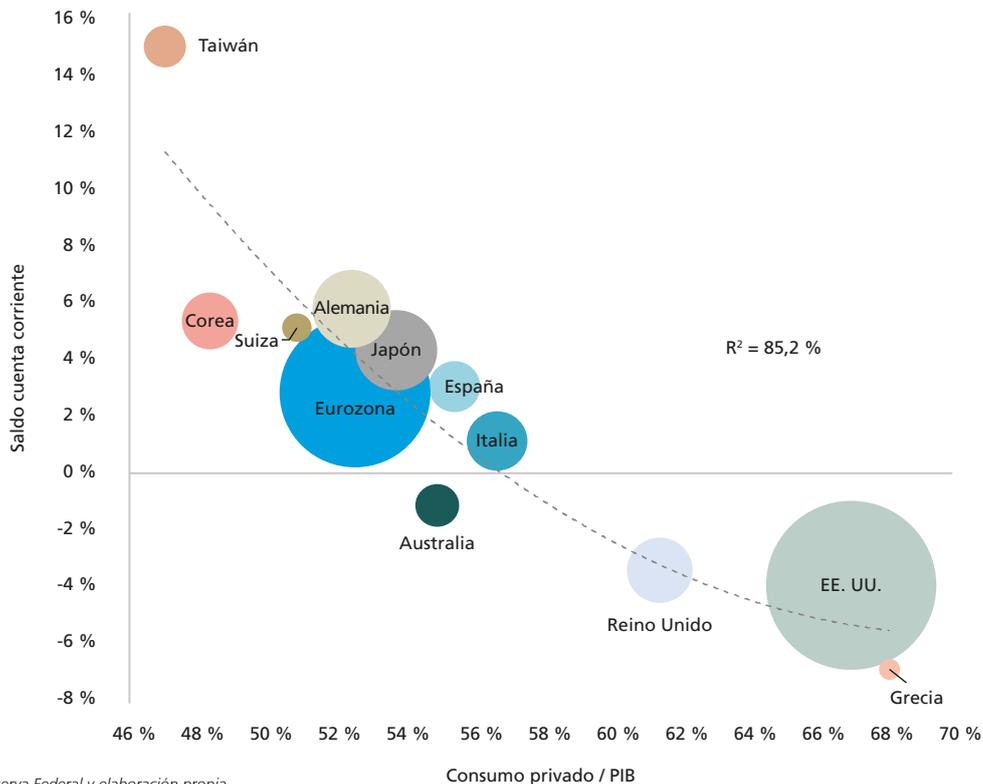
El proyecto clave de la administración Trump, reducir el déficit comercial de EE. UU. implica, se mire como se mire, un fuerte ajuste del consumo privado en ese país.

En los países desarrollados la relación entre peso del consumo del sector privado en la economía y saldo exterior es clara y negativa. Aquí se impone una nota aclaratoria, algún lector avezado pensará que estamos diciendo una verdad de Perogrullo -el tamaño de la economía es, por definición, la suma de la demanda doméstica (consumo e inversión, privados y públicos) y demanda exterior- así que la correlación podría ser señalar lo obvio, pero no es así. De todos los componentes de la demanda doméstica solo el consumo privado tiene una correlación clara y negativa con el saldo exterior, la inversión tiene una correlación (aunque más baja) de sentido contrario (más inversión supone saldo exterior positivo), y el gasto público no tiene ninguna correlación. Aclarado esto reflexionemos sobre la implicación, para la economía de

EE. UU., de reducir el déficit comercial. Un objetivo maximalista, de llevar el saldo exterior a cero (desde el -5 % actual), supondría reducir el peso del consumo privado en más de ocho puntos, una misión muy difícil sin caer en una recesión. En principio se podría sustituir la caída del consumo con un incremento de la inversión (aunque muy parcialmente, su peso es menos de un tercio del PIB), pero la torpeza de la política arancelaria es un obstáculo para conseguirlo. La mejor palanca de política económica para reducir el consumo es subir los impuestos, especialmente los impuestos al consumo; todos los impuestos suponen una distorsión de los incentivos económicos, por eso, salvo que se busque un efecto concreto (desincentivar el consumo de tabaco o el juego, por ejemplo), el mejor impuesto al consumo es el que se aplica de forma más amplia, como ocurre con el IVA en Europa. Un impuesto a los productos importados es perjudicial para la inversión, no solo grava el consumo final, también afecta a productos

intermedios (maquinaria industrial) y materias primas, necesarios para la inversión productiva en el propio país. Los aranceles harán caer el consumo, pero quizás no tanto el déficit; ese impuesto grava los bienes, pero no los servicios, con efectos imprevisibles; si los americanos deciden comprar el mismo número de camisetas importadas, pero al ser más caras reducen sus visitas a la peluquería, los aranceles producen una recesión sin mejorar el saldo exterior, y es un ejemplo entre miles. Si Trump va en serio, y parece que así es, en la imposición de aranceles, y conoce el efecto recesivo, y lo conoce, la pregunta es el ritmo al que quiere conseguir la caída en el consumo; la propuesta inicial del "Día de la Liberación" era, es, una cura de caballo, con efectos muy negativos para la actividad y los precios, la esperanza es que las voces menos ideológicas de su gobierno consigan pausar el ritmo, veremos, pero que en el primer acuerdo alcanzado, con Reino Unido, los aranceles medios sean superiores al 10 % no es un buen augurio.

Comercio y consumo



Fuente: Reserva Federal y elaboración propia



Entorno de mercados

Golpe asimétrico

En lo que llevamos de siglo estamos acostumbrados a que los choques económicos sean mucho peores en Europa, y especialmente en la Eurozona, que en Estados Unidos.

La crisis de 2008, la peor desde los años 30 del S. XX, impactó inicialmente mucho más a EE. UU. que a la Eurozona, pero cuando se iniciaba la recuperación nos atacó la crisis del euro -que fue solo nuestra- así que mientras que EE. UU. mejoraba continuamente en la Eurozona se inició un nuevo declive que duró hasta el primer trimestre de 2013. La recuperación del crecimiento en Europa fue titubeante mientras el modelo de crecimiento cambiaba hacia el sector exterior, pero cuando se consolidó, a partir de 2015, el crecimiento superó al de Estados Unidos. Llegó la pandemia, un choque similar para ambas zonas, pero una vez más cuando se iniciaba la recuperación el golpe de la invasión de Ucrania fue devastador para la Eurozona y, sin embargo, positivo para EE. UU., gracias a su capacidad exportadora de materias primas. Sobre ese nuevo golpe asimétrico se añadió una política fiscal sumamente expansiva por parte de la administración Biden, mientras que aquí

intentamos, con cierto éxito, volver a equilibrar las cuentas públicas.

Con estos antecedentes es lógico que al iniciarse un posible, incluso probable, choque a la economía global por la política arancelaria de EE. UU. nuestro reflejo sea pensar que, pase lo que pase, aquí nos irá peor. Sin embargo, todo apunta a que esta vez no será así, más bien todo lo contrario. Los aranceles son impuestos, la subida para los americanos será entre muy fuerte y descomunal; las importaciones de bienes son un 12 % de su PIB, el mejor escenario es que el arancel medio suba del 2,5 % al 15 %, lo que supondrá una subida equivalente a 1,5 puntos del PIB, muy fuerte, y en el escenario del "Día de la Liberación" el incremento sería de 2,5 puntos, bestial. La Eurozona ya ha anunciado que será muy selectiva en los aranceles que impondrá como represalia, cubrirán menos de un tercio de las importaciones que realizamos desde EE. UU., más o menos un 0,5 % de nuestro PIB, así que nuestra subida de impuestos será muy testimonial. Es cierto que las exportaciones a EE. UU. son, aproximadamente, un 3% de nuestro PIB, y caerán, pero eso no nos cogerá ni desprevenidos ni indefensos. Una consecuencia (a nuestro juicio muy positiva) de Trump 2ª parte ha sido despertar a

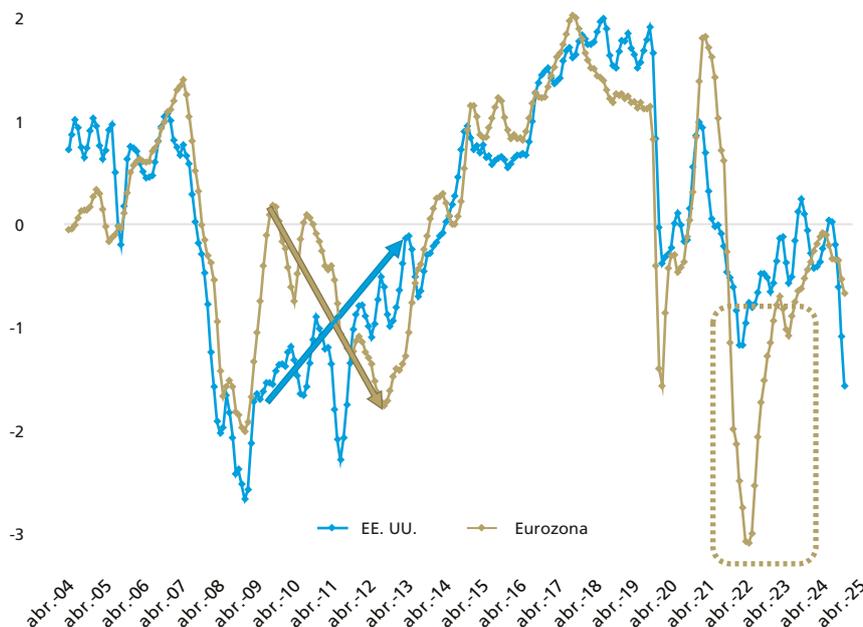
Alemania de su torpor, el paquete de estímulo anunciado en ese país supone, por sí solo, casi 0,4 puntos del PIB común, y sin duda los países que puedan permitírselo, Holanda e Irlanda son casos claros, también aplicarán políticas fiscales expansivas.

En política monetaria la situación no puede ser más distinta, también a nuestro favor. La Reserva Federal tiene muy complicado realizar una política de control del daño a la economía; los aranceles suponen un impacto inflacionista elevado, a lo que se suma la debilidad del dólar, su papel será reactivo, si llega. Lo contrario opera para el Banco Central Europeo; la fortaleza del euro, la respuesta arancelaria muy moderada y quirúrgica, y la presión competitiva de China -buscando mercados que sustituyan al de EE. UU.- auguran deflación en el segmento de bienes y el Banco Central Europeo se puede permitir el lujo de ser muy proactivo.

Es verdad que la fortaleza del euro es un viento en contra, pero más que compensada por la caída del precio del petróleo, que en cambio juega contra EE. UU.

Por una vez parece que las asimetrías juegan a nuestro favor, ya tocaba.

Confianza de los Consumidores. Media de tres meses de la serie normalizada



Fuente: Eurostat y elaboración propia



➤ **Renta Fija**

**Poca pendiente en la curva de tipos**

Los tipos de interés en la Eurozona descuentan que el Banco Central Europeo puede llevar el tipo de interés hasta el 1,5 % en los próximos 12 meses, y nos parece razonable, incluso es posible verlo más bajo en un entorno de presión a la baja en la inflación de bienes.

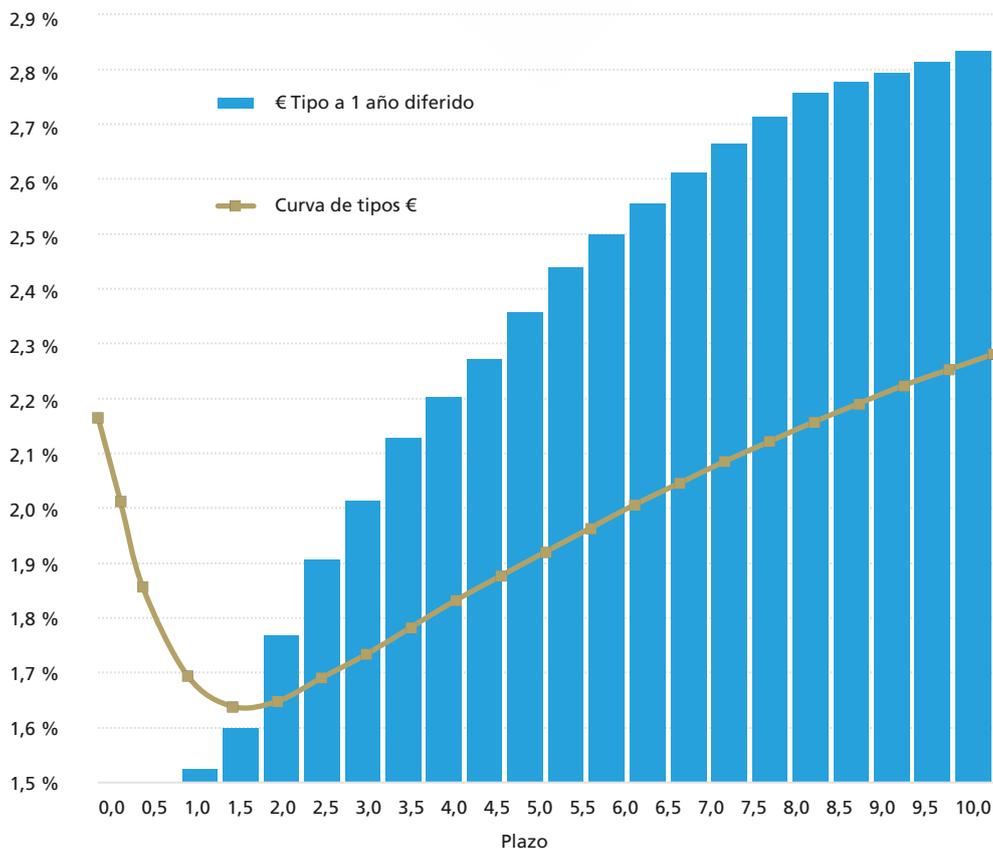
Lo que no parece tan razonable es lo que el mercado espera a partir de ahí. Podemos inferir qué espera el mercado por la pendiente de la curva de tipos, por ejemplo, si el tipo a tres años es del 1,8 % y a cuatro años es del 1,9 % sabemos

que podemos contratar un tipo a un año dentro de tres años al 2,2 %, porque es el tipo que iguala la inversión a cuatro años con la inversión a tres y después un año más. Si vemos esos tipos a un año con origen futuro observamos que no llegan a superar el 3 % en ningún momento, y eso parece poco acorde con el nuevo periodo histórico que vivimos.

Tenemos todavía en la retina el largo periodo de deflación, diez años entre 2012 y 2022, donde los tipos cortos eran negativos, y la historia reciente -donde hemos visto tipos por encima del 4 %- nos parece una anomalía, pero antes del 2010 los tipos oscilaban entre el 2 % y el 5 %. Volvemos a vivir un periodo donde los

riesgos de fondo apuntan más a la inflación que a la deflación; fragmentación en vez de globalización, ya no producimos donde es más barato, rearme de las democracias europeas, envejecimiento, y su corolario de más consumidores y menos productores, en contra solo opera la promesa de una aceleración de la productividad gracias a la Inteligencia Artificial, pero poniendo todo en la balanza nos parece que confiar que en la próxima década no veremos los tipos del Banco Central por encima del 3,5 % es arriesgado. Necesitamos más pendiente.

**Curva de tipos en la Eurozona**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Variable

**Beneficios y precios, en Europa dan más por menos**

El precio de las acciones en la Eurozona supone pagar 15 euros por cada euro de beneficio obtenido en 2024, mientras que en EE. UU. pagamos 25 dólares por dólar de beneficio.

La justificación para esa brecha es el mayor crecimiento de los beneficios obtenidos en EE. UU., pero ese crecimiento tiene algo de trampa. Si en vez de utilizar el beneficio por acción reportado por las empresas -beneficio dividido por acciones en circulación- nos vamos a la letra pequeña y usamos el

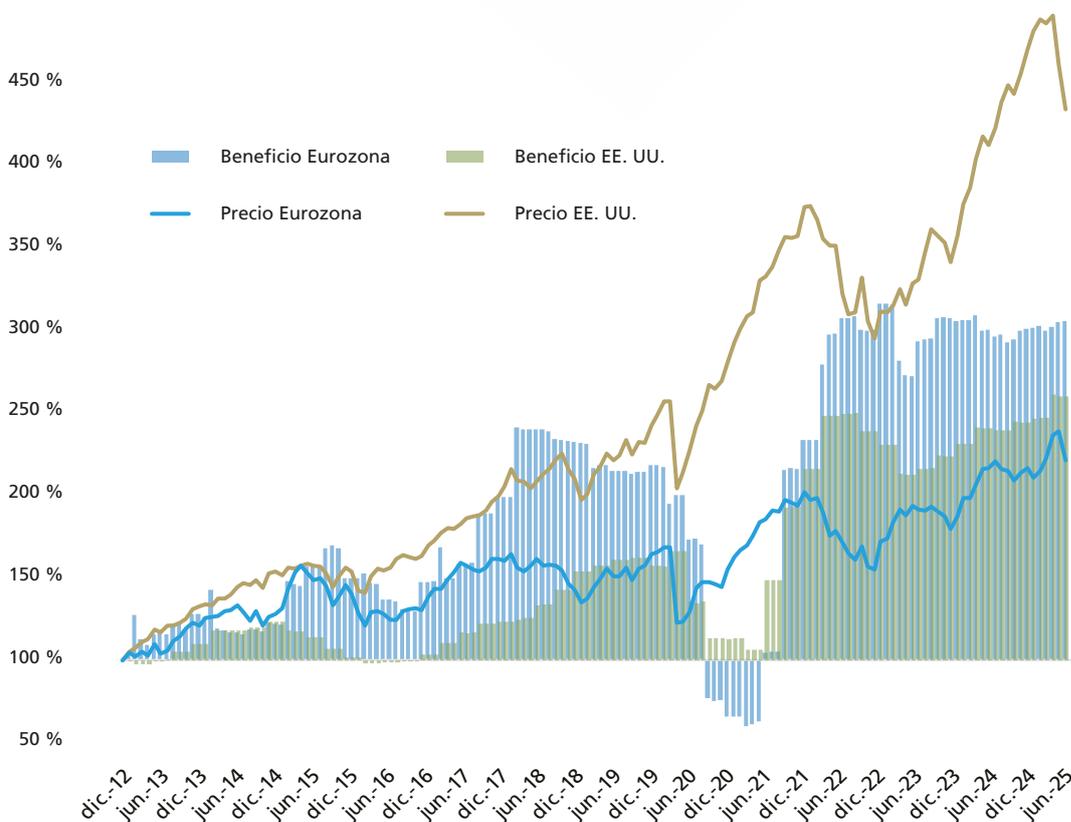
beneficio dividido por el número de acciones en circulación más el número de acciones de emisión ya comprometida, -llamado beneficio por acción diluido- la diferencia en el crecimiento desaparece.

La explicación está en la remuneración a los empleados, especialmente a los altos ejecutivos, con paquetes de acciones. Por usar un ejemplo, Tesla tiene 3.200 millones de acciones emitidas, pero tiene el compromiso de emitir 303 millones más para entregárselas a Elon Musk, el beneficio por acción diluido es por lo tanto un 8 % inferior al beneficio por acción reportado, y no es un ejemplo extremo, en el caso de Visa la diferencia es de un 20 %, y la

media para las diez mayores empresas es de un 4 %. En Europa la práctica está mucho menos extendida, la diferencia en el EuroStoxx 50 es de un 0,4 %. Utilizando el beneficio por acción diluido la diferencia de crecimiento no solo desaparece, se invierte.

Es verdad que el beneficio de las empresas europeas sí que es más volátil que el de las americanas, pero esa diferencia no justifica una prima del 70 % en el precio que pagamos, hay que derribar mitos.

**Beneficio y Precio, base 100 % Diciembre 2012. Beneficio por acción ajustado por compromisos de emisión**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia