

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



ENERO 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 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**
 - Eurozona, exportando servicios
 - EE. UU., el mercado de trabajo no levanta cabeza

- **Renta Fija**
 - Crédito, el riesgo no paga

- **Renta Variable**
 - ¿Cuándo empieza una tendencia?



Entorno de mercados

Eurozona, exportando servicios

La Eurozona está sufriendo una pérdida continua de cuota del mercado global de bienes, lo que refleja que nuestra competitividad se resiente de una suma de vientos en contra que no son menores.

El precio de la energía sigue siendo mucho mayor en nuestra economía que en el resto de los grandes países industriales; no solo EE. UU., que se beneficia de la producción de hidrocarburos, también Corea, Japón y China, sin ese beneficio, tienen una clara ventaja frente a la Eurozona. La buena noticia es que algo está empezando a cambiar, gracias a la construcción de infraestructuras gasistas y de interconexión eléctrica, pero el camino que queda es largo.

La competencia china, cada vez más agresiva; con poca regulación ambiental, menos aún laboral y, además, con frecuencia, impulsada por subsidios apenas encubiertos. No se trata ya solo

de sectores tradicionales; China está avanzando con decisión en segmentos de media y alta tecnología, desplazando a fabricantes europeos en mercados donde antes teníamos presencia consolidada. Europa debería, como nos dijo Draghi, tener en cuenta la necesidad de proteger a su industria.

La reciente fortaleza del euro, no solo contra el dólar, viene a añadir una traba más a ese panorama ya complicado.

La buena noticia —en Europa siempre queda algún resquicio para el optimismo— es que esa pérdida está siendo compensada por la exportación de servicios y especialmente los de alto valor añadido. Nuestro superávit comercial, la suma de bienes y servicios, es similar al de 2019 -algo más de un 3 % del PIB- pero la composición ha cambiado, de 85 % bienes 15 % servicios a 70 % - 30 %. Consultoría, ingeniería, servicios digitales, propiedad intelectual: todos estos rubros están creciendo con fuerza y actuando como contrapeso frente al deterioro en bienes.

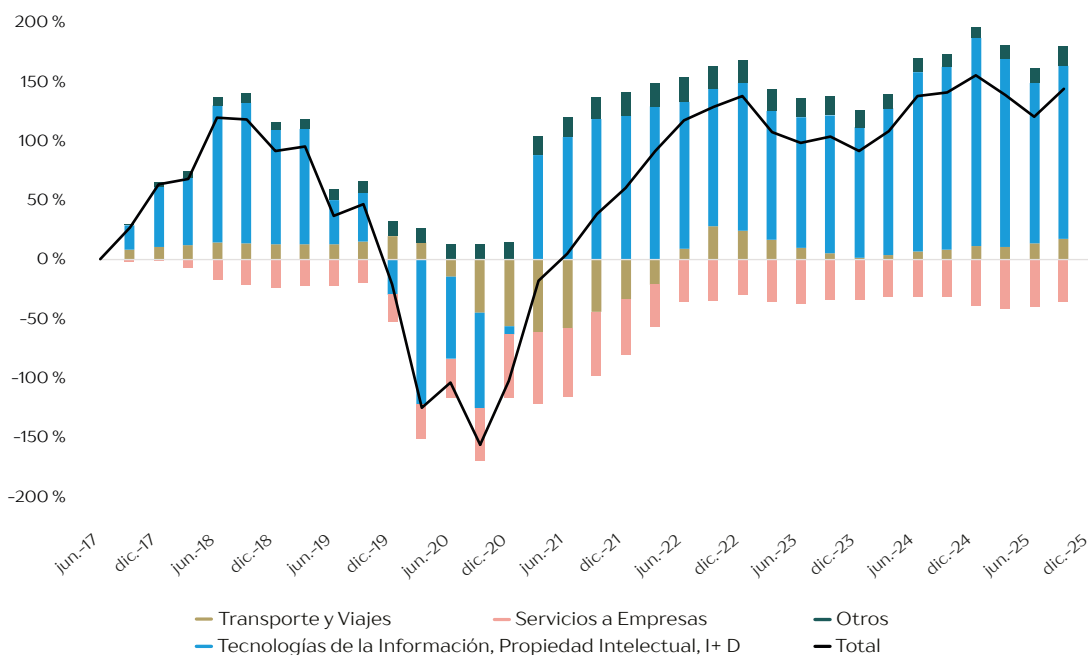
Empresas como SAP, líder mundial en programas informáticos de gestión empresarial, Amadeus, líder en sistemas globales de distribución o Allianz, la segunda aseguradora mundial, son buenos ejemplos de empresas consolidadas, mientras que Spotify (Suecia) o Adyen (Holanda) son ejemplos de éxitos recientes.

La Eurozona concentra un capital humano cualificado, infraestructuras digitales avanzadas y una capacidad normativa que, aunque a veces irritante, se convierte en un activo cuando se trata de vender confianza y rigor.

Todo apunta a un cambio de especialización; Europa parece transitar desde un modelo en el que los bienes industriales eran el eje principal hacia otro donde los servicios avanzados ganan protagonismo. Es una evolución natural, e implica que nuestras cadenas de valor y nuestros marcos de competitividad deben adaptarse, pero no debemos descuidar la "soberanía estratégica" ligada a un sector industrial competitivo.

Eurozona

Contribución al crecimiento del saldo exterior en servicios



Fuente: Eurostat y elaboración propia



Entorno de mercados

EE. UU., el mercado de trabajo no levanta cabeza

El mercado laboral estadounidense sigue mostrando una debilidad persistente en la creación de empleo, que ya es imposible explicar como una anomalía pasajera. Sigue en duda, sin embargo, el origen de esa debilidad; hay dos interpretaciones posibles, y ambas son plausibles.

La primera dice que es problema de oferta; es decir, que menos trabajadores ofrecen sus servicios. EE. UU. ha endurecido la inmigración en el peor momento posible y, con menos trabajadores disponibles, la capacidad de crecimiento potencial se ha estrechado. Esta explicación tiene lógica: si pones trabas a la entrada de mano de obra (o directamente la deportas), es difícil cubrir todas las vacantes.

La segunda interpretación apunta a un problema de demanda, menos empresas requieren trabajadores. Según esta visión, las empresas están conteniendo

contrataciones porque la incertidumbre económica les está obligando a pisar el freno. Y, la verdad, es que la confusión es arrolladora, el presidente Trump produce iniciativas peregrinas casi a diario a través de su red social, y algunas de ellas le hacen a uno dudar si Maduro ha sido enviado a EE. UU. como prisionero o como asesor económico.

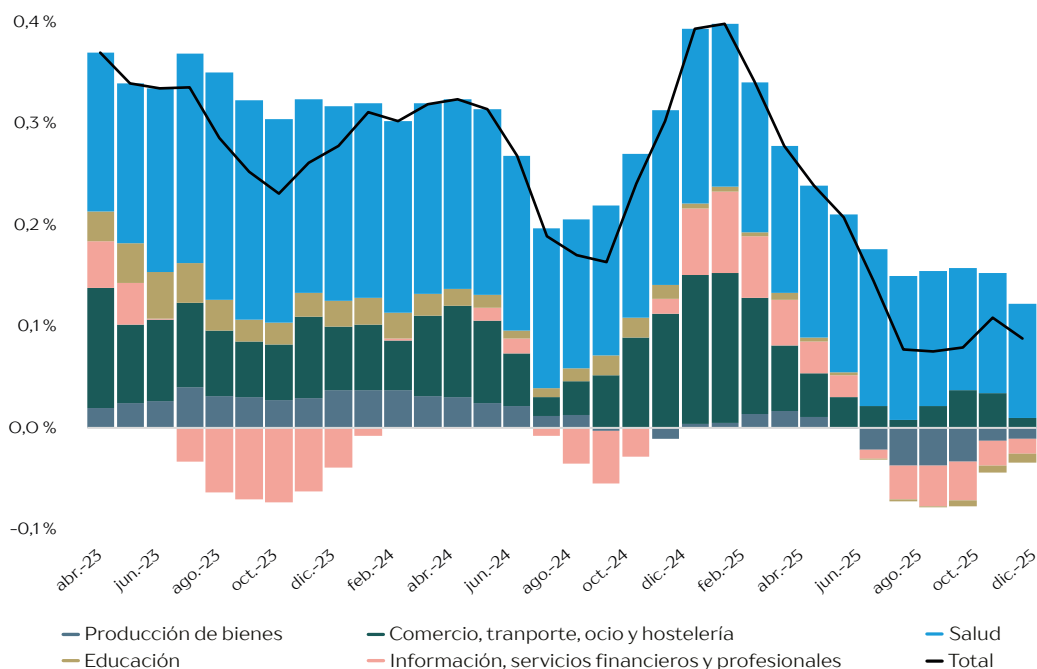
Aunque no es fácil discriminar entre ambas hipótesis, hay un detalle revelador: los sectores más cíclicos, como comercio, transporte, ocio u hostelería, muestran un deterioro más intenso. Cuando la parte del empleo más sensible al ciclo se debilita, suele ser señal de que el freno viene desde la demanda, no desde la oferta.

En cualquier caso, menor creación de empleo implica que el crecimiento del consumo podría resentirse. No es necesario dramatizar: no hablamos de una caída abrupta o de un colapso del empleo. Pero una desaceleración sostenida, en un país donde el consumo

representa más de dos tercios del PIB, tiene un efecto multiplicador. Si las empresas contratan menos, los hogares gastan menos; si los hogares gastan menos, las empresas ingresan menos; y si las empresas ingresan menos, vuelven a contratar menos. Es la clásica retroalimentación negativa que los manuales explican con flechas y gráficos sencillos, pero que en la práctica se desarrolla con mucha más lentitud y bastante más incertidumbre.

El empleo estadounidense sigue siendo flexible y dinámico, sí, pero también muy permeable al clima económico. Y ahora mismo ese clima está nublado. Si la demanda no se reactiva en los próximos meses, podríamos estar ante el inicio de un periodo de crecimiento decepcionante, sin llegar a recesión, pero con suficiente inercia negativa para incomodar a los mercados y, siendo optimistas, reducir el número de declaraciones de las autoridades.

EE. UU. Crecimiento del empleo en el sector privado Contribución por sector



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► **Renta Fija**

Crédito, el riesgo no paga

El rendimiento de las inversiones en el mercado de crédito presenta, por definición, una asimetría incómoda. Si todo va bien tu ganancia es limitada, cobras tu cupón; si va mal, te expones al impago. En teoría la prima recibida por prestar dinero a empresas debería compensarte por el riesgo de que las cosas salgan mal. Pero en un entorno económico incierto, como el actual, se compagina mal con primas en mínimos históricos.

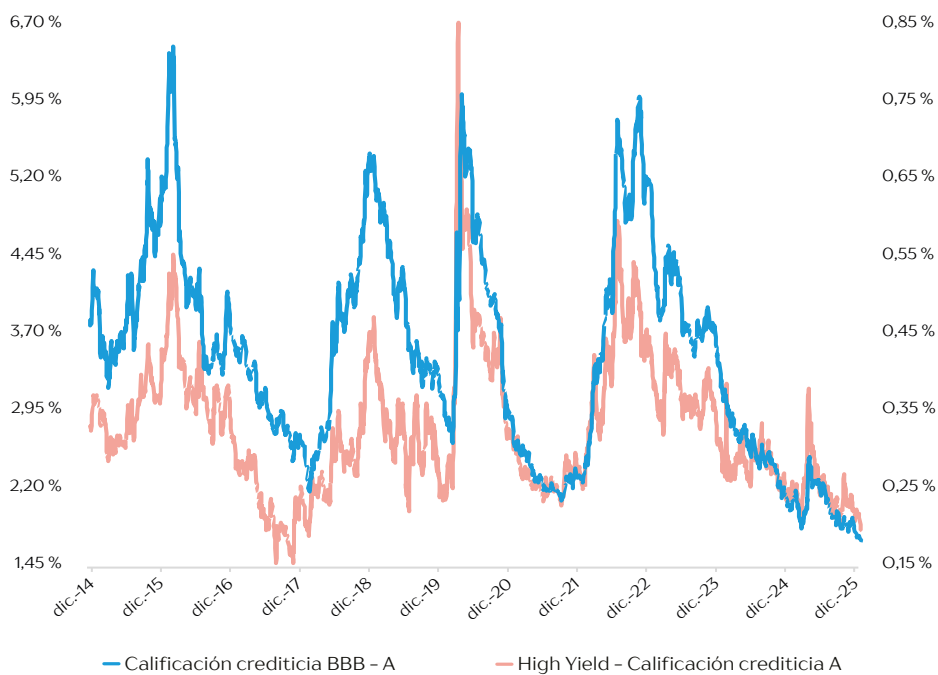
Nuestro escenario central para el crecimiento no es pesimista, pero es imposible ignorar que el riesgo de equivocarnos es mayor que el normal, y ese es ya muy elevado. El ciclo global está mostrando síntomas de fatiga: consumo irregular, industria débil,

comercio internacional fragmentado. Cualquier deterioro adicional puede traducirse en un aumento de las tasas de impago. Y cuando eso ocurre, el precio lo acaban pagando los bonos corporativos. La sensibilidad del crédito a la actividad económica es más alta de lo que suele recordarse en épocas tranquilas.

Por otra parte, si acertamos y la economía mejora, el potencial de ganancia para un inversor en crédito es extremadamente limitado. En el mejor de los casos recibiremos la prima de riesgo... y esa prima, hoy, es sorprendentemente baja para los bonos con más riesgo de crédito. Tan baja que cuesta justificar asumir riesgos significativos a cambio de un retorno bruto que, en muchos casos, apenas cubre la inflación.

Lo que subyace es una incoherencia temporal entre el optimismo de los mercados y la elevada incertidumbre económica. En definitiva: el crédito corporativo de baja calidad parece hoy una inversión en la que arriesgas mucho para ganar poco. En un escenario tan asimétrico la prudencia debe primar sobre la codicia.

En crédito no compensa la peor calidad



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► **Renta Variable**

¿Cuándo empieza una tendencia?

El relato predominante en los mercados dice que 2025 ha sido el año en que la bolsa mundial fuera de EE. UU., por fin, ha batido a la norteamericana. Y aunque es cierto, hay un matiz importante que suele pasar desapercibido: la tendencia no empezó en 2025, sino en el verano de 2024.

En aquel momento comenzaron a alinearse varios factores. El primero fue la desaceleración relativa de los beneficios en EE. UU., tras años de liderazgo apabullante. El segundo fue la rotación sectorial hacia industrias donde Europa, Japón y varios emergentes tienen mayor peso: industria, energía, materiales, aseguradoras. Y el tercero fue la normalización del dólar, que dejó de arrastrar rentabilidades internacionales cuando pasó de “superfuerte” a simplemente “fuerte”.

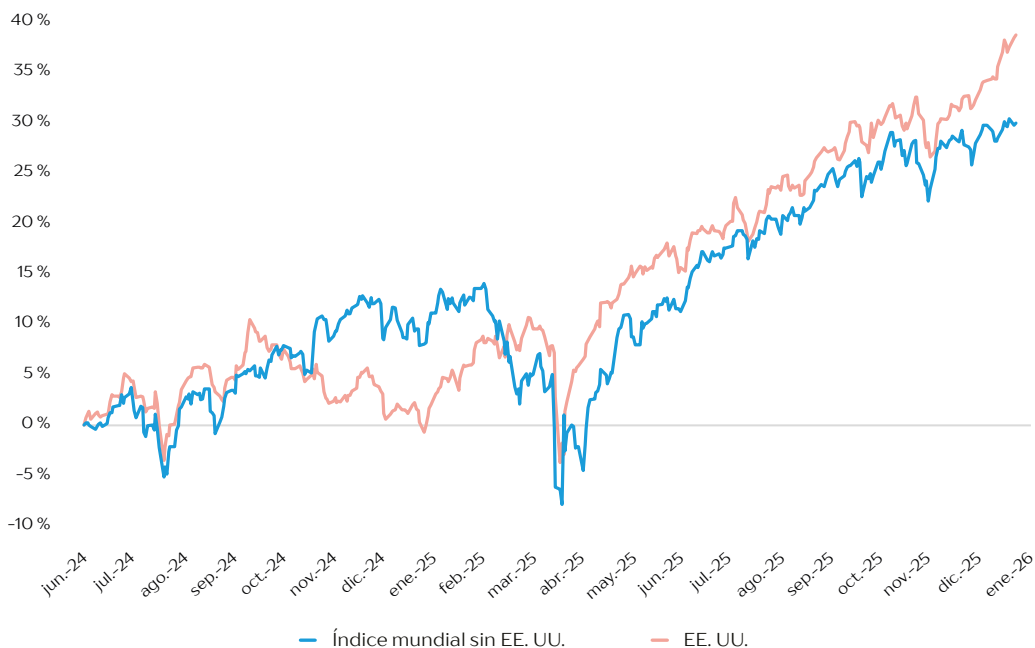
Estos elementos, combinados, generaron un cambio de tendencia que no ha hecho más que consolidarse. Llamar a esto “el buen año de la bolsa ex-EE. UU.” es quedarse corto: lo que estamos observando tiene pinta de ser el inicio de la reversión parcial de un ciclo extremadamente largo, posiblemente el más largo desde los años 90, durante el cual EE. UU. ha acumulado una prima de valoración difícil de justificar eternamente.

No se trata de anunciar un fin de ciclo épico ni de caer en dramatismos. EE. UU. sigue teniendo empresas extraordinarias, capacidad innovadora y, hasta hace poco, un marco institucional que favorecía el crecimiento. Pero la diferencia es que ahora el resto del mundo también aporta: políticas industriales más coherentes en Europa, eficiencia corporativa sorprendente en Japón, y emergentes que han estabilizado variables macro después de años complicados.

El resultado es un movimiento que no parece más estructural que táctico. La brecha de valoración entre EE. UU. y el resto es tan grande que incluso un ajuste parcial genera ventajas para las bolsas no estadounidenses. Si a eso se suman mejoras en beneficios y un dólar menos dominante, la tendencia puede tener recorrido durante varios años.

Estamos convencidos de que lo que hemos vivido en el último año y medio no es un puntual, sino un punto de inflexión duradero.

La diversificación geográfica lleva pagando más de un año Rentabilidad con dividendo, en dólares



Fuente: Bloomberg y elaboración propia