

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



FEBRERO 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 Centro Wealth Management, S.A.© CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohíbe su reproducción y comunicación o acceso a terceros no autorizados.

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



- **Entorno de mercados**
 - Aceleración del crecimiento
 - Inflación recalcitrante

- **Renta Fija**
 - Bancos Centrales, sin dirección

- **Renta Variable**
 - El mundo ha cambiado



Entorno de mercados

Aceleración del crecimiento

El año 2025 ha resultado algo frustrante en lo que respecta al crecimiento económico. En EE. UU. el ritmo ha caído a la mitad del que mantuvo en los dos años anteriores y, aunque en Europa y en Japón sí se ha acelerado, no ha sido lo suficiente para compensar esa caída.

No sabemos lo que ocurrirá este año, ni lo pretendemos; nunca intentamos realizar el imposible ejercicio de predecir el futuro, una empresa en la que somos tan incompetentes como cualquier otro mortal, pero en nuestro caso no lo olvidamos. Intentar saber lo que ocurre en el presente ya es un ejercicio suficientemente complejo. Afortunadamente contamos con algunas herramientas que nos ayudan. El indicador de actividad que elabora la OCDE -técnicamente "el indicador adelantado compuesto ajustado por amplitud"- es una de nuestras favoritas.

La OCDE lo elabora para 12 países miembros, 5 países no miembros (China, India, Brasil, Indonesia y Sudáfrica) y de forma independiente para otros 3 grupos de países. Usa más de 30 series de actividad (empleo, consumo de electricidad, ventas al por menor, etc.) y las pondera de manera independiente para cada país o grupo de países.

Para cada país el indicador es muy útil, pero es especialmente eficaz en la agregación de los 20 indicadores. Por su construcción lo que intenta medir, con bastante éxito, no es el ritmo de crecimiento (la velocidad) si no su cambio (la aceleración). La información que nos da sobre los cambios de ritmo no es instantánea, lógicamente, pero sí tiene el sincronismo suficiente como para que su información resulte muy valiosa.

Nos alertó sobre la desaceleración de la primera parte de 2025, y nos está avisando ahora de que el crecimiento se está acelerando; el giro comenzó ya en el verano del año pasado y se acelera desde

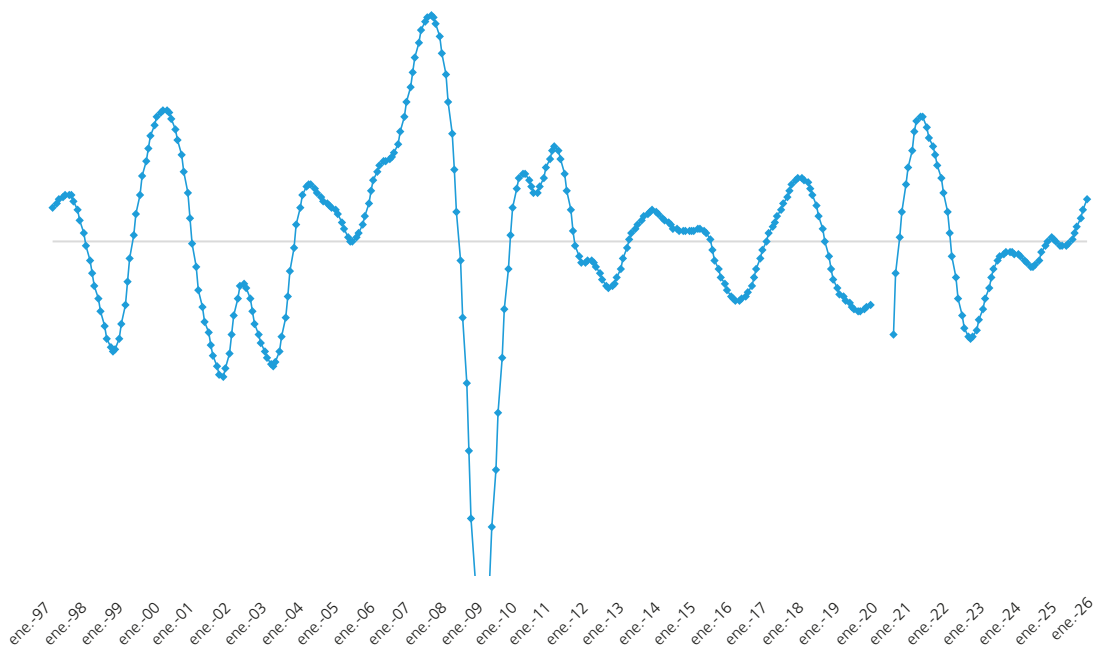
finales de 2025.

También es interesante la composición geográfica del cambio. España, México, Japón, India, Francia o Turquía explican buena parte de la aceleración, mientras que EE. UU. y China quedan algo rezagados. La señal va en la misma dirección que el consenso de las previsiones de los economistas, que muestran que el crecimiento global podría ser menos concentrado de lo habitual.

Es una buena noticia, pero hay que aplicar una dosis extra de cautela. La incertidumbre política, o por decirlo llanamente, la erraticidad -con frecuencia destructiva- de la administración Trump, dificulta cualquier lectura limpia. Por el lado positivo tenemos la expansión fiscal, confirmada, en Alemania y potencial en Japón, tras la clara victoria de la señora Takaichi.

De momento nos quedamos con lo que sabemos; la economía global está entrando en una fase de más crecimiento, y encima más distribuido. No es mal comienzo de año.

Indicador adelantado de crecimiento de la OCDE 20 principales países



Fuente: OCDE y elaboración propia



Entorno de mercados

Inflación recalcitrante

La buena evolución del crecimiento vuelve a poner sobre la mesa los niveles todavía demasiado elevados de la inflación (o, más bien, vuelve a ponerles el foco, porque el problema lleva ahí demasiado tiempo).

La inflación se ha estabilizado en un nivel que duplica al previo a la pandemia. El fenómeno resulta especialmente preocupante si nos centramos en el componente menos errático, la inflación de servicios, que, dicho sea de paso, es en lo que nos gastamos casi todo lo que ganamos: alquileres, seguros, restaurantes o educación.

La inflación de servicios es la más estable por varias razones. Está menos sujeta al ciclo económico (el gasto en bienes, desde la ropa hasta la alimentación, se ajusta con mayor facilidad a cambios en el ingreso que el alquiler o los seguros) y depende poco, o muy poco, del precio siempre volátil de las materias primas.

Los dos condicionantes principales de la inflación de servicios son los salarios y los

márgenes empresariales. Si los trabajadores elevan sus demandas salariales (ajustadas por productividad) y los empresarios consideran que pueden trasladar ese aumento al precio final (es decir, que no necesitan reducir márgenes), la inflación se acelerará.

Tras varios años de inflación elevada resulta difícil sostener que las expectativas sigan bien ancladas, una forma elegante de decir que es razonable esperar mayores demandas salariales. En un mercado laboral todavía muy tensionado es fácil que esas peticiones sean atendidas. Si la demanda acompaña y las empresas logran trasladar los mayores costes a los precios finales, la inflación podría volver a sorprender al alza... o, al menos, reavivarse el temor de que lo haga, tanto entre los inversores como entre las autoridades monetarias.

En el consenso actual este escenario no está descontado. Un endurecimiento de las condiciones financieras, vía tipos de interés o reducción de balances, simplemente no está en precio. Si se

materializara, tendría implicaciones relevantes para todas las clases de activos, desde la renta fija hasta la renta variable, pasando por las divisas.

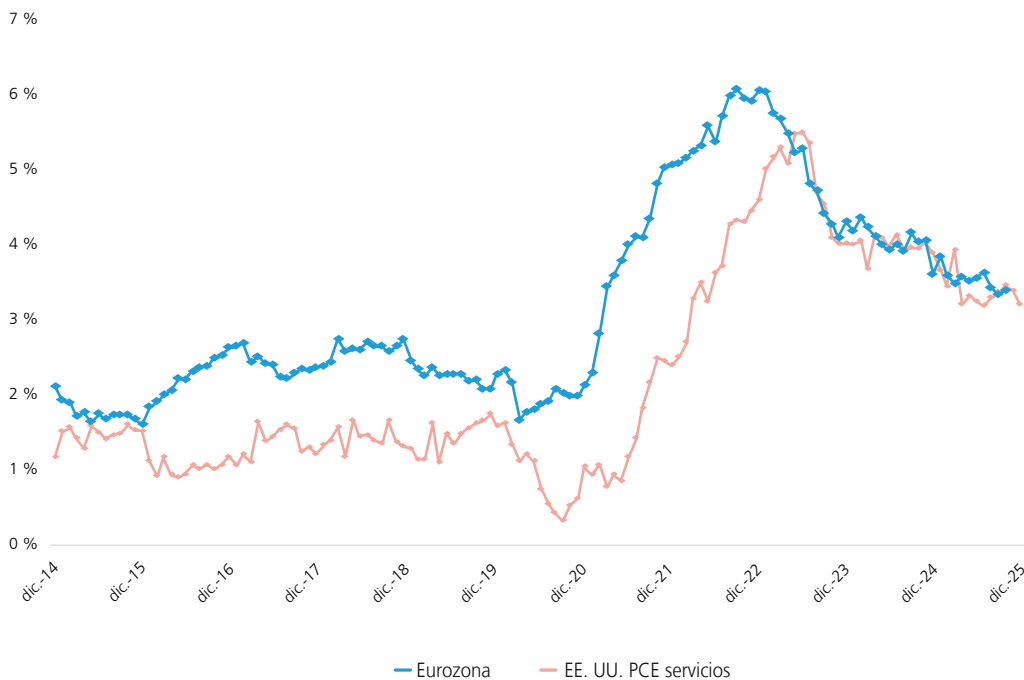
No olvidemos, además, que el debate sobre la independencia de los Bancos Centrales ha regresado con fuerza. Los ataques recurrentes de Donald Trump a la Reserva Federal introducen ruido institucional, aunque el perfil del candidato propuesto para presidirla, Kevin Warsh, aporta credibilidad, y el Tribunal Supremo no parece inclinado a permitir la destitución de Lisa Cook, lo que actúa como contrapeso.

Japón vuelve a ocupar una posición singular. Un entorno global algo más inflacionista y una política fiscal más expansiva por parte del nuevo gobierno quizá permitan que el Banco de Japón se muestre menos timorato a la hora de normalizar su política monetaria, algo que consideramos positivo para el yen.

La buena noticia del crecimiento viene acompañada de más preocupación por la inflación; así es la vida.

Inflación de servicios

Tasa interanual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



► **Renta Fija**

Bancos Centrales, sin dirección

La existencia de un mercado de préstamos interbancarios con garantía de repo nos permite observar curvas de tipos de interés prácticamente “puras químicamente”, sin la interferencia del riesgo de crédito o de contrapartida. A partir de esas curvas es posible extraer los llamados tipos implícitos, es decir, los tipos de interés que el mercado espera para el futuro.

La lógica es sencilla. Si conocemos el tipo a tres meses y el tipo a quince meses, podemos inferir cuál es el tipo a doce meses que el mercado espera dentro de tres meses: es el que iguala una inversión realizada en dos tramos, primero a tres meses y después a doce, con la de un

único tramo a quince meses. Repitiendo este ejercicio para distintos plazos se obtiene una secuencia de tipos esperados en el tiempo.

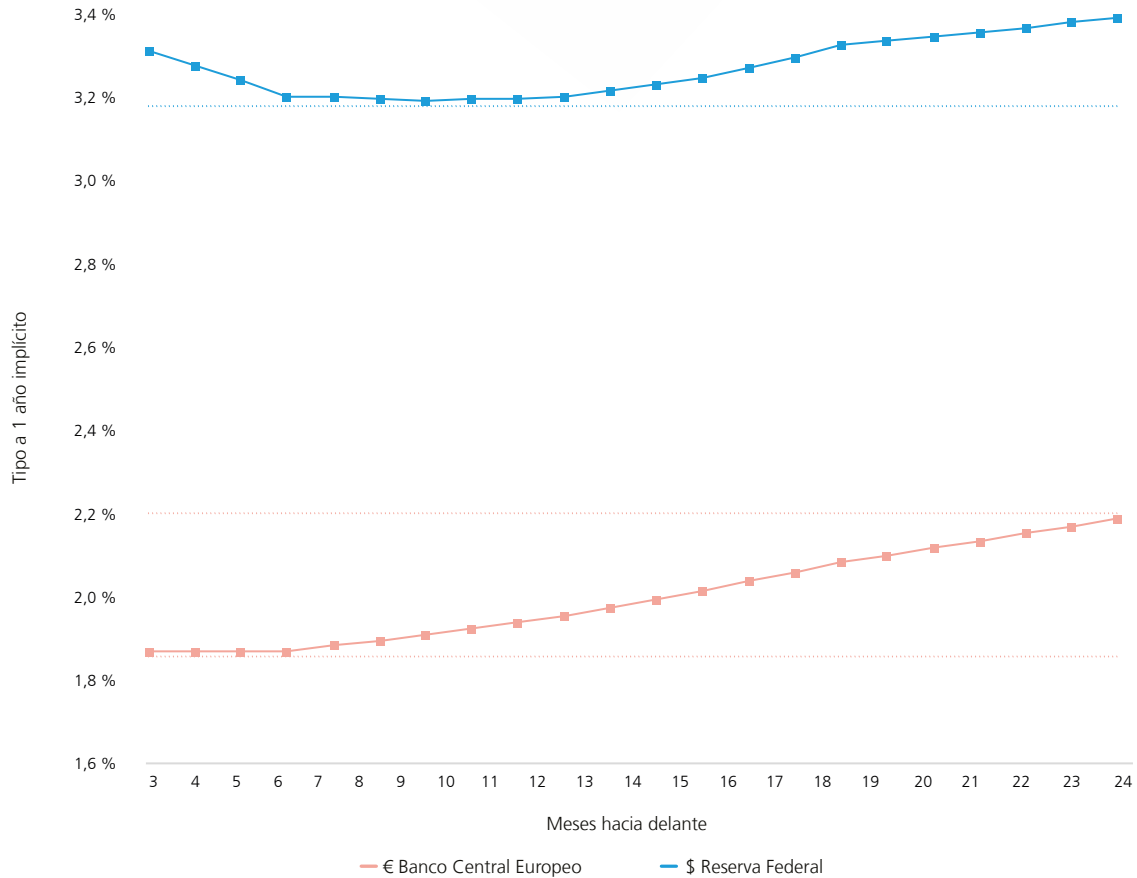
La evolución de los tipos implícitos a doce meses para los próximos dos años deja un mensaje muy claro y llamativo: los inversores no creen que los tipos vayan a subir, pero tampoco que vayan a bajar. El rango de expectativas es extraordinariamente estrecho. Bancos Centrales e inversores parecen compartir una notable falta de convicción.

La historia, sin embargo, nos recuerda que si hay algo que no ocurre nunca es, precisamente, que no ocurra nada. Una concentración tan elevada de expectativas no es una señal de calma, sino de fragilidad. Cuando nadie está

dispuesto a tomar una posición clara, cualquier sorpresa al alza o a la baja acaba provocando todo el ajuste necesario en un movimiento solo en apariencia desproporcionado.

Conviene, por tanto, no confundir indecisión con estabilidad. En ese rango tan estrecho de expectativas de tipos se esconde un salto potencialmente importante. Y cuanto más estrecho es el rango, mayor suele ser el salto.

Tipos a un año implícitos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Renta Variable

El mundo ha cambiado

Desde octubre del año pasado se observa un cambio profundo en la dinámica del mercado estadounidense. Los valores que habían liderado el ciclo, las grandes compañías tecnológicas, muestran un comportamiento claramente inferior, mientras que el índice equiponderado y las compañías de mediana capitalización ofrecen mejores resultados.

El mensaje es doble. Por un lado, se extiende el escepticismo sobre la capacidad de rentabilizar, en los plazos esperados, las enormes inversiones en centros de datos e infraestructuras asociadas a la inteligencia artificial. El mercado no cuestiona la magnitud del esfuerzo inversor, sino la visibilidad del retorno.

Por otro, el buen comportamiento de las compañías medianas apunta a un mayor grado de confianza en el crecimiento económico subyacente. Se trata de empresas con un perfil más cíclico y una mayor exposición al mercado doméstico, lo que sugiere que, más allá de las dudas específicas sobre la tecnología, los inversores no están anticipando un deterioro significativo del ciclo.

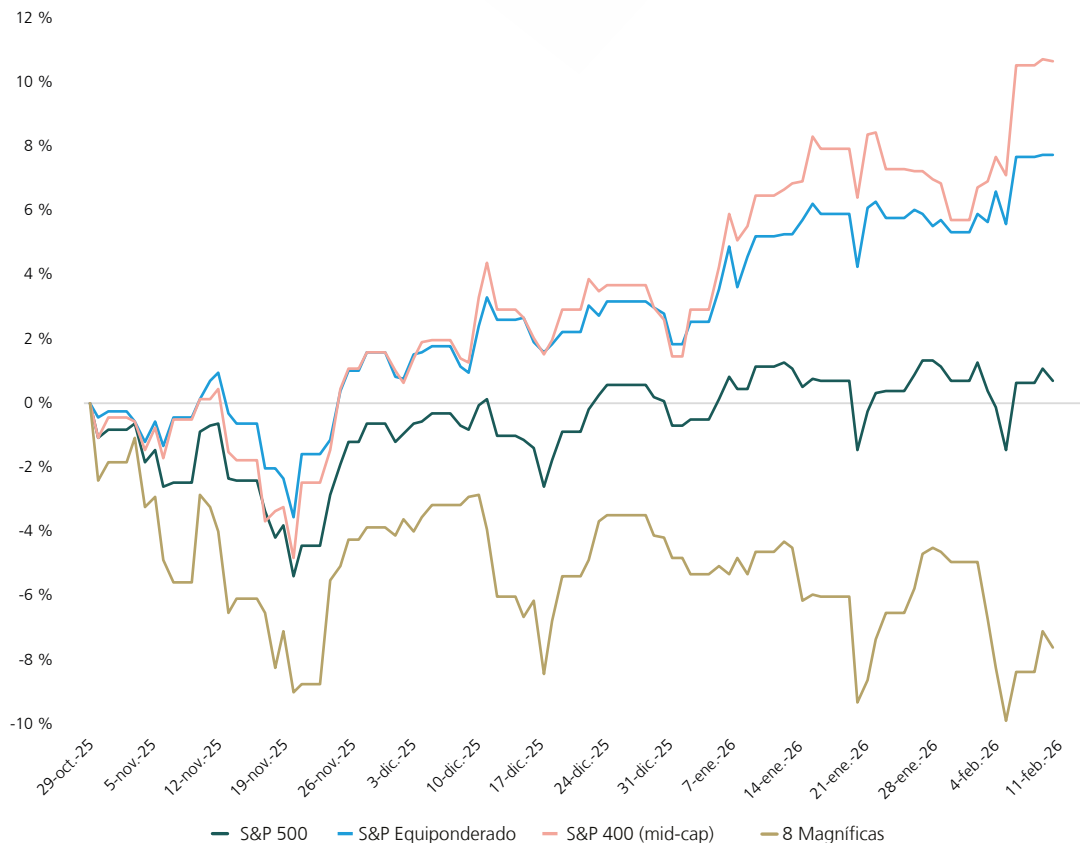
Al mismo tiempo, los movimientos recientes en el sector tecnológico sugieren que los inversores sí perciben valor en la aplicación de la inteligencia artificial allí donde se traduce de forma más directa en productividad y ahorro de costes. La fuerte corrección en segmentos tradicionales de software apunta a un desplazamiento del valor hacia modelos más flexibles y menos intensivos en capital, como los vinculados

a la automatización de tareas o a la generación de código.

Existe, sin embargo, una tensión evidente. Buena parte del crecimiento reciente en EE. UU. ha estado sostenido precisamente por el fuerte esfuerzo inversor en infraestructuras digitales. Si las empresas atendieran a las señales del mercado y moderaran ese ritmo de inversión, el crecimiento podría resentirse en el corto plazo, aun cuando el potencial de la tecnología siga intacto.

Todo ello refuerza la conveniencia de diversificar geográficamente y de distinguir, dentro del universo tecnológico, entre quienes asumen el grueso del esfuerzo inversor y quienes están en mejor posición para capturar el valor económico de su utilización.

Variación acumulada Oct. 25 - Feb. 26



Fuente: Bloomberg y elaboración propia