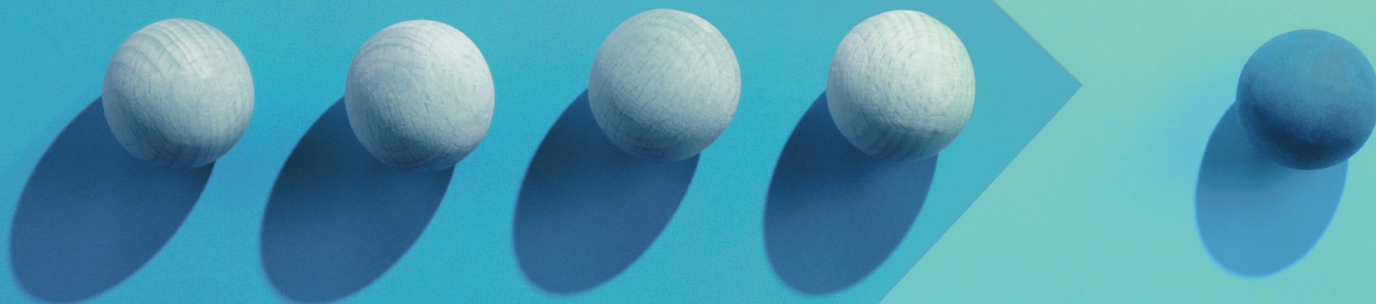


# DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



**MAYO 2026**



GLOBAL  
FINANCE

Mejor Banco en España  
y en Europa Occidental 2026

 **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 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**

- No estamos en 2022
- Inflaciones

➤ **Renta Fija**

- Tipos, más atractivo en los pazos largos

➤ **Renta Variable**

- Un semestre explosivo



## Entorno de mercados

### No estamos en 2022

El consenso macro continúa leyendo el episodio actual como una reedición del *shock* de 2022: crisis energética con Europa como perdedor natural. Esa lectura es incorrecta al menos por tres motivos. El primero, por razones estrictamente económicas. El segundo, por razones institucionales que el relato dominante, siempre pegado a la coyuntura, no es capaz de percibir. Y el tercero por las distorsiones que introducen las distintas metodologías de la estadística económica.

En esta crisis, los precios de la electricidad en Europa se mueven en paralelo a los de EE. UU. No hay un castigo diferencial como el observado en 2022. Nuestra infraestructura energética ha cambiado, la intensidad energética es menor, la diversificación de fuentes es mayor y el sistema ha ganado resiliencia, y todo ello en muy poco tiempo, no está mal para un continente "esclerótico". El canal inflación-energía ya no discrimina contra Europa.

Pero el error del consenso va más allá; en

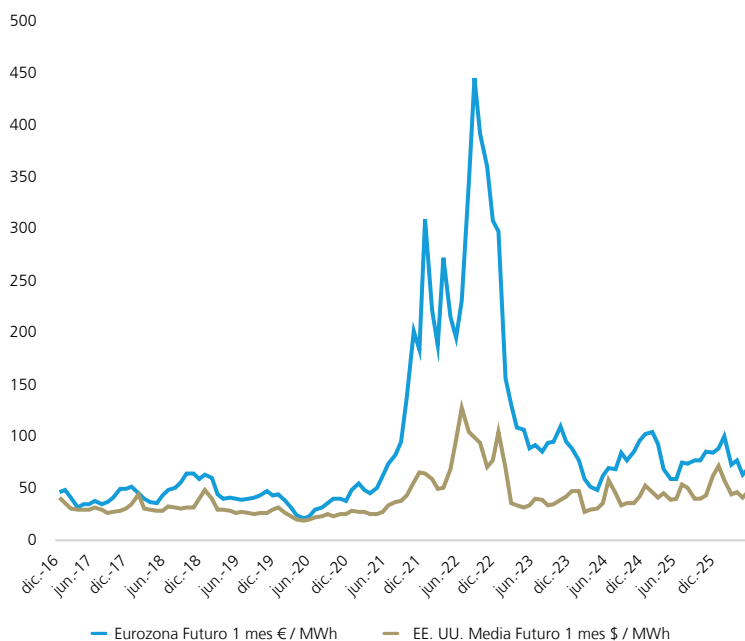
el nuevo desorden mundial la previsibilidad institucional se convierte en una ventaja comparativa. En un mundo crecientemente multipolar y coercitivo, Europa ofrece algo escaso: acceso al mercado sin coerción y un marco regulatorio estable, codificado y difícil de revertir. Lo que durante años ha sido presentado como una debilidad (la toma de decisiones deliberativa, la convicción de que la regulación ayuda a estabilizar el capitalismo), se convierte ahora en un activo. La UE opera a través de tratados estables, tribunales y Bancos Centrales con independencia estatutaria. Frente a la creciente discrecionalidad caprichosa de la política estadounidense y la arbitrariedad de los sistemas totalitarios "de partido único", la deliberación que busca consensos y la estabilidad son muy valiosos para nuestros socios, tanto inversores como países que buscan diversificar riesgos.

El tercer error es estadístico. Los datos de PIB real sugieren que EE. UU. lleva décadas creciendo mucho más rápido que Europa, pero las cifras de calidad de vida muestran una realidad muy distinta. Las economías en las que una parte de

los bienes y servicios los provee el Estado imputan, para el cálculo del PIB, el coste de esos servicios. Eso produce la paradoja de que la "productividad" del sector salud en Europa no crece (el gasto está muy controlado), y sí lo hace en EE. UU. (los beneficios por empleo de las empresas de salud sí que crecen). Sin embargo, la brecha de esperanza de vida dice lo contrario: en el año 2000 era de 1,3 años, en el 2010 la diferencia ya había subido a 2 años y en 2024 (último dato publicado) ya son 4 años (78,4 en EE. UU. y 82,4 en la Eurozona). Curioso, ya dice el refrán que hay "Mentiras pequeñas, mentiras grandes y estadísticas".

Nos engañamos si pensamos que todo lo anterior no tiene impacto en la asignación de activos. La economía de EE. UU. sigue sostenida por un incremento imparable de la deuda pública. La combinación de una deuda excesiva y creciente con instituciones cada vez más débiles no es, históricamente, el mejor entorno para que la rentabilidad de las empresas florezca.

### Precio de la electricidad. Mercado de futuros



Fuente: Bloomberg y elaboración propia





## ► Renta Fija

### Tipos, más atractivo en los plazos largos

La crisis del estrecho ha incrementado las expectativas de inflación y, por lo tanto, del tipo de intervención por parte del Banco Central Europeo. El movimiento se ha propagado a lo largo de la curva de tipos, aunque con menos fuerza en los plazos más largos. El tipo a dos años ha subido tres cuartos de punto mientras que el de diez años solo ha aumentado 0,4 puntos.

Sabemos que podemos descomponer el tipo de interés nominal en sus dos componentes, la inflación esperada y el tipo de interés real. Si realizamos esa descomposición observamos que, en los tramos cortos, todo el movimiento alista, e incluso algo más, se explica por el aumento de las expectativas de inflación, mientras que el tipo de interés real ha caído. De hecho, los tipos reales son negativos hasta el plazo de dos años.

En los tramos largos el incremento ha ocurrido de forma distinta, la inflación esperada también ha subido, pero mucho

menos. Es una señal de la credibilidad del Banco Central Europeo, el mercado confía en que el impulso inflacionista sea pasajero. El resto del incremento viene por los tipos de interés reales, que han subido, ligeramente, pero lo suficiente para hacer atractiva la rentabilidad que ofrecen estos plazos.

Nosotros somos algo más optimistas que el mercado tanto sobre la inflación como sobre el movimiento del Banco Central (lo que quiere decir que somos algo más pesimistas sobre el crecimiento), con lo que toda la curva nos parece atractiva, pero significativamente más en los plazos largos.

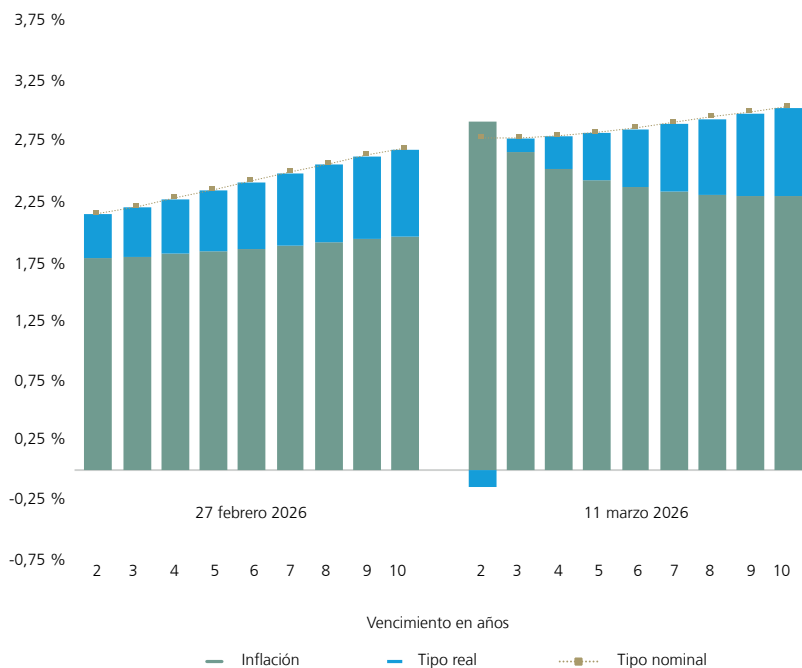
Si consideramos que el tipo real en cada plazo es la media del tipo real durante todo ese periodo, es decir, la media de la diferencia entre el tipo de intervención del BCE y la inflación, el movimiento en los plazos cortos nos parece razonable; implica que el BCE dejará que la inflación suba, transitoriamente, por encima de su tipo de intervención. Pero por lo mismo el movimiento en los tramos largos nos

parece excesivo. El trabajo de los Bancos Centrales no solo es controlar la inflación, también deben intentar que los inversores no se encuentren demasiado cómodos sin asumir ningún riesgo, que es lo que ocurriría si el tipo real a muy corto plazo fuese sistemáticamente positivo. Por eso las series históricas nos muestran que el tipo real obtenido en los tramos muy cortos es, en promedio, ligeramente negativo.

Unos tipos reales claramente positivos, más de un punto, hacen que los vencimientos largos resulten atractivos, tanto en términos absolutos como en relación con los plazos cortos.

Es cierto que existe una prima por plazo, el futuro es imprevisible y no es lo mismo prestar a 10 años que a dos; pero una rentabilidad superior al 1 % **más lo que haga la inflación** en un bono del Tesoro español con vencimiento en 2036 nos parece que es más que confortable para esa imprevisibilidad.

### Curva de tipos en la Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



## ► Renta Variable

### Un semestre explosivo

La rentabilidad del índice de Semiconductores de Mercados Emergentes en los últimos seis meses ha sido un espectacular 98 %, lo que en la práctica quiere decir que ha doblado su valor. No está nada mal. El Índice Global ha dado un respetable 11,7%, los países desarrollados un 10,2 % y los emergentes un 23,3 %.

Si afinamos algo más las áreas geográficas, los países desarrollados sin EE. UU. han generado un 12,3 % (aunque Europa "solo" un 10,5 %), Estados Unidos un 9,4 % y las dos grandes bolsas emergentes que no son ni Corea ni Taiwán -que por motivos algo peregrinos siguen siendo considerados

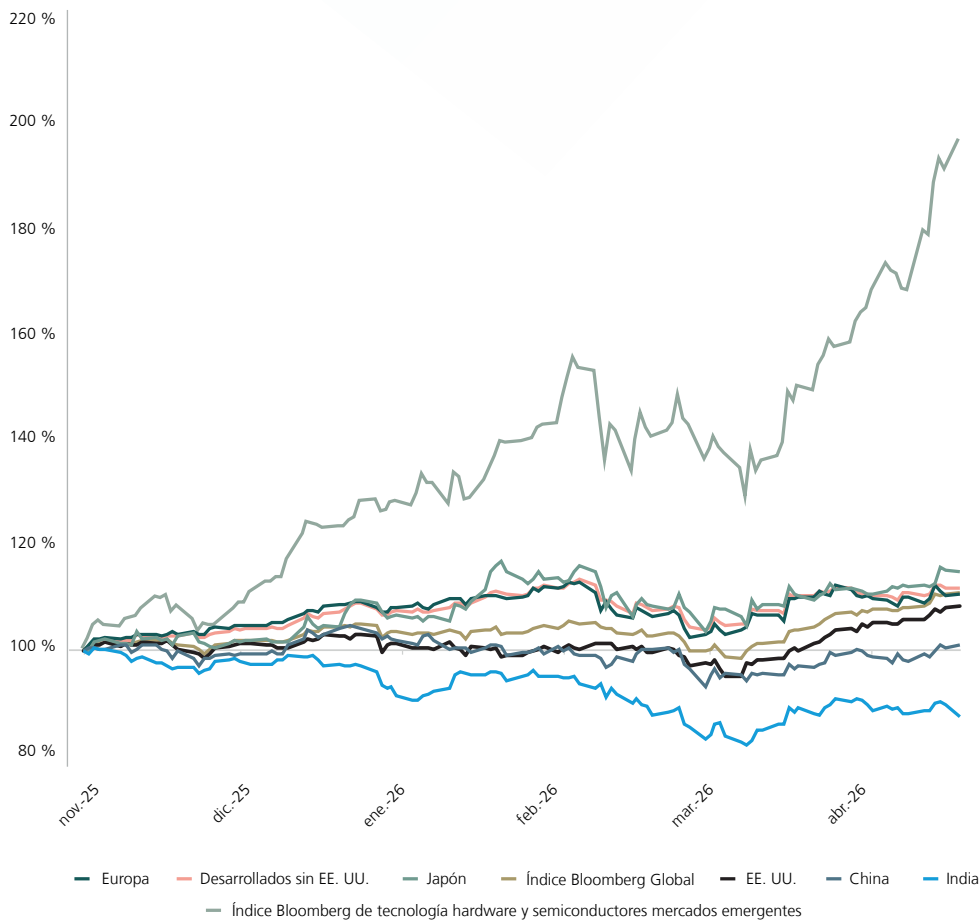
por los proveedores de índices países emergentes-, es decir, China y la India, quedan muy rezagadas, con un 2 % y un -14 % respectivamente.

El rendimiento es el reflejo de la inflación de precios en los semiconductores, las mayores empresas de ese sector están en Corea del Sur (Samsung, SK hynix) y Taiwán (TSMC, Mediatek) y como decíamos su margen de beneficios ha subido a niveles del 60 % y hasta el 80 %.

La subida no se ha reflejado en un incremento del precio pagado por los beneficios esperados, esa ratio ha caído de 13,9 veces a 12,2. Pero todo tiene un pero, eso es porque el incremento de beneficios esperado es del 135 %.

¿Es posible? Sí, si el pequeño grupo de compañías que quiere liderar la IA y compra capacidad de computación sin importarle el precio a pagar sigue queriéndolo y, sobre todo, pudiendo hacerlo, ese incremento es realista. Lo que quizás no lo sea tanto es esperar que los inversores sigan proporcionando los fondos necesarios sin pruebas tangibles de retorno esperado. Aunque, bien mirado, las euforias ligadas a la aparición de una nueva tecnología suelen durar varios años, y aquí apenas llevamos algunos trimestres.

### Un semestre explosivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia