

# DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



**JUNIO 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 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.



➤ ***Entorno de mercados***

- Divergencias
- De la dificultad de medir economías

➤ ***Renta Fija***

- Curva de tipos, vuelta a la normalidad (por fin)

➤ ***Renta Variable***

- Tres meses de guerra



## Entorno de mercados

### Divergencias

La creciente desigualdad económica en EE. UU. ha popularizado la expresión "economía en forma de K". El brazo ascendente de la K son los hogares con ingresos y riqueza financiera crecientes. El brazo descendente de la K son la inmensa mayoría de hogares de ingresos bajos y medios, que ven cómo su situación económica empeora incluso cuando la economía en general crece sólidamente.

Durante el último año, la K se ha reforzado por la evolución de los beneficios empresariales, que han crecido un 5 %, y los ingresos de los consumidores, que han caído un 1,1 %, en ambos casos descontando la inflación.

La caída de los ingresos es consecuencia tanto de la atonía en el mercado laboral, que apenas ha creado empleo en los doce últimos meses, como de la aceleración de la inflación, que se sitúa casi un punto por encima de los salarios.

Los beneficios están apoyados por un sólido crecimiento de las ventas, pero

también por el control de los gastos laborales derivado de la no creación de empleo.

La nueva "K" es insostenible. En los últimos 60 años la situación de beneficios subiendo e ingresos de los consumidores cayendo ha ocurrido en 9 meses (de 720) y si eliminamos la segunda mitad de 2009, cuando salíamos de una recesión, en 3 (un 0,4 % del tiempo).

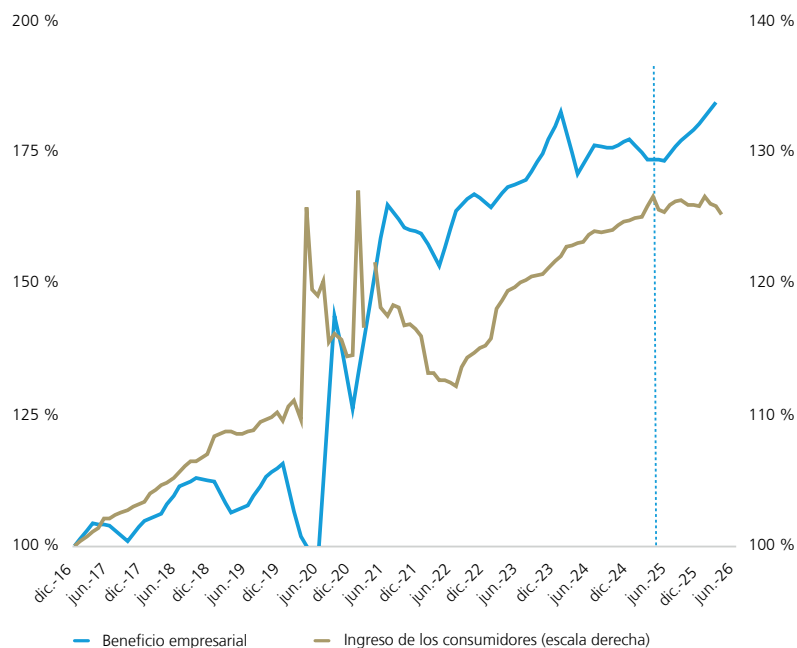
La duda es en qué sentido se producirá la inevitable convergencia ¿subirán los ingresos, caerán los beneficios o un poco de cada? Para poder responder debemos conocer la causa de la falta de contrataciones por parte de las empresas; sabemos que no es ni por falta de actividad (¡las ventas suben!) ni, pese al inmenso revuelo que ha levantado, por la Inteligencia Artificial.

Las dos hipótesis que nos parecen más acertadas son o que la agresiva política antiinmigración ha reducido el número de trabajadores o que la incertidumbre provocada por la guerra comercial que inició Trump ha paralizado las decisiones

de expansión de las empresas. Las dos hipótesis no son, por supuesto, excluyentes; pero si el peso de la primera es el más importante la convergencia se producirá en la mala dirección, al final menos trabajadores también son menos consumidores, se resentirán las ventas y por ende los beneficios. Si la segunda hipótesis es la más relevante la convergencia será en positivo: una vez que el Tribunal Supremo le ha atado las manos a Trump en el tema de aranceles la incertidumbre se reduce y las empresas vuelven a contratar.

Tardaremos tiempo en conocer la respuesta, pero el dato de empleo de mayo (y la revisión al alza de los datos anteriores) ha sido lo suficientemente significativo como para permitirnos albergar la esperanza de que la hipótesis de la incertidumbre puede ser, al menos, tan relevante como la de la falta de trabajadores, y eso es una muy buena noticia.

### Economía en forma de K



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



## Entorno de mercados

### De la dificultad de medir economías

Pese a la rotundidad con que los medios nos anuncian cada dato de PIB es un secreto a voces que ese indicador tiene cada vez menos que ver con la actividad económica. El Producto Interior Bruto intenta medir el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales producidos en un país durante un periodo determinado. "Bruto" significa que no se descuenta el desgaste del capital utilizado en el proceso productivo.

El PIB puede estimarse de tres formas, por el gasto, por los ingresos o por el valor añadido, pero todas ellas dependen de una distinción fundamental: qué es producción final y qué es consumo intermedio. Esta distinción era relativamente sencilla en economías industriales, pero se vuelve difusa en economías dominadas por los servicios. Es fácil saber si una rueda es un componente intermedio (si compramos un coche entero lo es) o final, si compramos directamente la rueda. Pero un servicio de asesoramiento financiero ¿es consumo o un input de producción? La respuesta no es evidente, y de ella depende que estemos midiendo más o menos actividad.

No digamos ya si los bienes y servicios no son comprados por nadie, porque, por ejemplo, los provee el Estado, ¿cómo contabilizar el

trabajo de la policía, los militares, los médicos o los profesores si nadie paga directamente ese servicio? En la práctica se imputan por su coste, lo que introduce un sesgo relevante: en estos sectores la productividad no puede medirse. Si la producción se aproxima por el coste, la productividad, que es la producción por unidad de coste, no puede moverse por definición.

Si todo lo anterior parece complicado lo mejor está por llegar, el ajuste de los precios. El precio de un ordenador hoy es muy similar al de hace 20 años, pero lo que compro no tiene nada que ver, el ordenador de hoy es, quizás, 1.000 veces más potente. Para tener esto en cuenta se realizan los ajustes llamados "hedónicos", pero no todo el mundo los hace igual.

En Estados Unidos las agencias estadísticas utilizan el ajuste hedónico de forma muy agresiva y sistemática. Lo aplican de manera continua en decenas de categorías de productos tecnológicos (ordenadores, teléfonos móviles, electrodomésticos, vehículos, e incluso ropa). Esto tiende a empujar a la baja la inflación de estos bienes, reflejando que el consumidor "recibe más calidad por su dinero".

En la Eurozona, Eurostat adopta un enfoque mucho más prudente y restrictivo. El ajuste hedónico se utiliza principalmente en tecnología y automóviles, pero muchos países

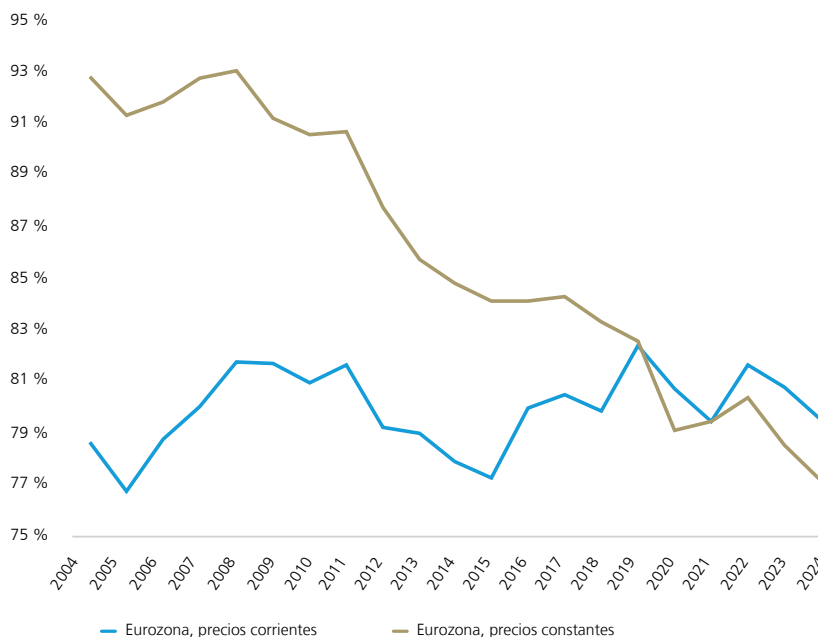
miembros se resisten a aplicarlo de manera generalizada.

La consecuencia no es menor: mientras que en EE. UU. se estima que el precio de los ordenadores ha caído un 9,8 % anual en lo que va de siglo, en Europa la caída es del 6,8 %. A igualdad de ventas nominales, esto implica tasas de crecimiento real significativamente distintas.

Las diferencias en cómo medimos precios y producción no son una cuestión técnica menor. Generan trayectorias divergentes de la "actividad medida" entre países y alteran el diagnóstico sobre crecimiento y productividad. Algo similar sucede en los servicios sin mercado: reducciones de costes pueden traducirse en caídas del PIB. Por ejemplo, si nuevas técnicas quirúrgicas menos invasivas acortan las estancias hospitalarias, la actividad medida disminuye en Europa, pese a que el resultado para el paciente es mejor. En EE. UU. sin embargo se reflejarían un incremento de la productividad.

Cuando los medios nos hablen del PIB recordemos que, ni por metodología, ni por estructura nos están dando datos comparables entre países y que es, en el mejor de los casos, una aproximación muy deficiente a lo que de verdad queremos medir, la actividad económica.

### PIB per cápita relativo a EE. UU. Medido en paridad de poder adquisitivo



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia



## ► Renta Fija

### Curva de tipos, vuelta a la normalidad (por fin)

Los tipos suelen ir aumentando con el vencimiento por dos buenas razones, a mayor plazo mayor riesgo; es más difícil (si no imposible) predecir las condiciones económicas (inflación, política monetaria, crecimiento) dentro de dos años que en la próxima semana o mes.

Los inversores exigen una compensación por ese riesgo, la llamada prima de plazo. Lo normal es, por lo tanto, una curva de tipos que sube con los vencimientos, es decir, en el término matemático, que la pendiente es positiva.

El riesgo, sin embargo, no es el único determinante de la pendiente de la curva, también influyen las expectativas de los inversores. Los tipos de interés a cada horizonte (por ejemplo, dos años) también dependen del valor medio esperado del tipo de interés de corto plazo durante dicho horizonte, esto es lo que se conoce como "componente de expectativas".

Una curva invertida o con pendiente negativa (tipos más altos a corto que a largo plazo) indica que el mercado está descontando desaceleración económica y menor inflación; el motivo es que, en caso de materializarse ese escenario, los inversores entienden que el Banco Central reaccionaría reduciendo los tipos de interés de corto plazo, lo cual reduce ya en el presente los tipos de interés a largo a través del componente de expectativas.

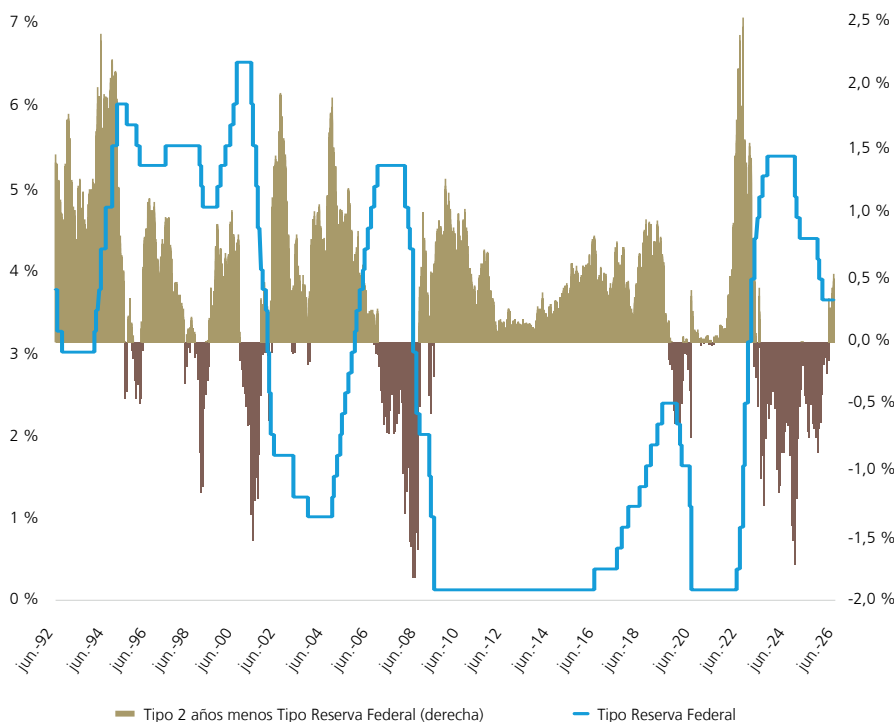
En este contexto la evolución reciente de la pendiente de la curva en EE. UU. es una vuelta, muy demorada, a la normalidad, y lo que resulta difícil de explicar es el larguísimo periodo, más de tres años, en el que los tipos de los bonos a dos años se han situado por debajo del tipo de la Reserva Federal. Tenemos datos desde 1976, y el episodio de inversión que ha finalizado este año duplica en extensión temporal al mayor de los anteriores que, muy comprensiblemente, ocurrió entre 2006 y 2008, la peor crisis económica desde la de 1927. En ese momento no era

extraño que el componente de expectativas (negativas) fuese muy superior a la prima de plazo.

Entre 2022 y 2026, sin embargo, la economía ha crecido continuamente y la inflación ha superado el objetivo de la Reserva Federal, 2 %, cada mes. Quizás la única explicación razonable, aunque no deja en buen lugar la capacidad de raciocinio de los inversores, es la fuerza de la inercia. Los 12 años de tipos excepcionalmente bajos posteriores a la crisis de 2008 habrían creado una convicción, no sustentada en la realidad económica, de que los siguientes 12 años los tipos seguirían siendo bajos.

Debemos celebrar el retorno de una pendiente positiva como la demostración de que, en los mercados de bonos, la razón acaba triunfando sobre la inercia de las convenciones, aunque lleva su tiempo.

### EE. UU. Prolongada vuelta a la normalidad



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



## ► Renta Variable

### Tres meses de guerra

Aunque ya no acapare los titulares, la guerra de Irán no ha dejado de pasar factura, tanto a la economía como a los mercados.

La temática IA ha impulsado las cotizaciones en un grupo muy concentrado de países -Corea (+40 % desde febrero), Taiwán (+30 %) y EE. UU. (+9,5 %) han sido los beneficiarios- a partir de ahí la jerarquía de rendimientos correlaciona muy bien con la dependencia de las importaciones de crudo y sus derivados desde el Golfo Pérsico.

La peor parte se la llevan los países asiáticos; desde un -30 % en Indonesia a un -2 % en China, pasando por un -4 % en la India.

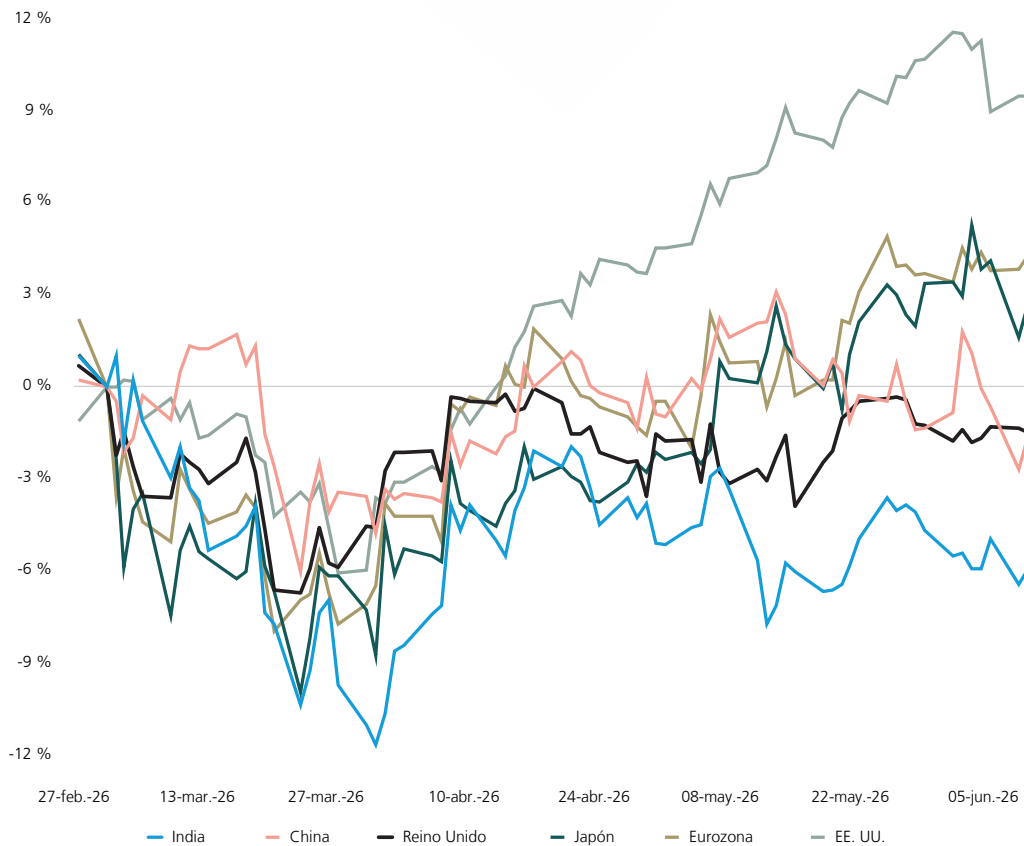
Japón, con una buena representación de compañías con un papel relevante en la nueva tecnología paga su posición de dependencia de las exportaciones del Golfo con un comportamiento plano.

Sorprende el comportamiento de la Eurozona, con una rentabilidad (incluyendo el dividendo) superior al 6 %. Evidentemente nuestro puñado de compañías ligadas a la IA, encabezado por ASML, ha ayudado, pero bancos,

consumo, constructoras y materiales también han contribuido, y es que la invasión de Ucrania, en parte, nos ha inmunizado contra estos golpes. Como dijimos en el Directrices de marzo: "La crisis energética no es una buena noticia para nadie, pero esta vez Europa, en plena fase de aceleración del crecimiento inducida por la inversión en infraestructuras y defensa, y con una importante reducción del uso de los hidrocarburos como fuente de energía primaria, puede ser de las regiones menos perjudicadas. Las hemos visto peores, y hace nada de eso".

### Índices de Bolsa

Rendimiento en euros, incluyendo dividendos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia