

# DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



**JUNIO 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***
  - Una abominación repugnante
  - Eurozona, una potencia en servicios
  
- ***Renta Fija***
  - Tensión en la curva
  
- ***Renta Variable***
  - Bolsa de EE. UU., cada vez menos prima



» Entorno de mercados

Una “abominación repugnante”

Así calificó Elon Musk el nuevo proyecto de presupuesto de EE. UU. Puede que el dueño de Tesla sea demasiado vehemente, pero no está solo: también lo han criticado duramente Jamie Dimon (JP Morgan), Larry Fink (BlackRock) y Ken Griffin (Citadel), es decir, los líderes del mayor banco, la mayor gestora de activos y el mayor fondo de inversión alternativa del país. Lograr tanta unanimidad en política no es fácil, pero lo cierto es que los críticos tienen motivos.

En 2024, el déficit público superó, por segundo año consecutivo, el 7 % del PIB. Y el nuevo borrador presupuestario consigue la proeza de mantener (en el mejor de los casos) ese nivel de déficit de forma indefinida. Un déficit muy abultado puede ser tolerable si estimula el crecimiento económico, al menos lo suficiente como para que la deuda no se dispare con relación al tamaño de la economía, pero el proyecto que se discute probablemente conseguirá lo contrario. El borrador hace permanentes las rebajas

“temporales” de impuestos que Trump introdujo en su primer mandato, lo que supondría un déficit superior al 10 % del PIB; para compensarlo se recorta, ligeramente, el gasto en salud y educación y, sobre todo, se cuenta con que los aranceles recauden lo suficiente para neutralizar el efecto de esa rebaja. Es decir, que los americanos van a recibir menos servicios del Estado, por el recorte de gasto, van a pagar más impuestos, por los aranceles, y van a seguir acumulando deuda pública.

La dinámica de la deuda es realmente preocupante, no solo aumenta por el déficit, sino también porque los intereses que se pagan por ella son cada vez más altos. Con un nivel de deuda de 120 % del PIB y un tipo de interés medio del 4 % solo el pago de intereses ya se lleva el 15 % de los ingresos del Estado, más que el gasto en defensa nacional.

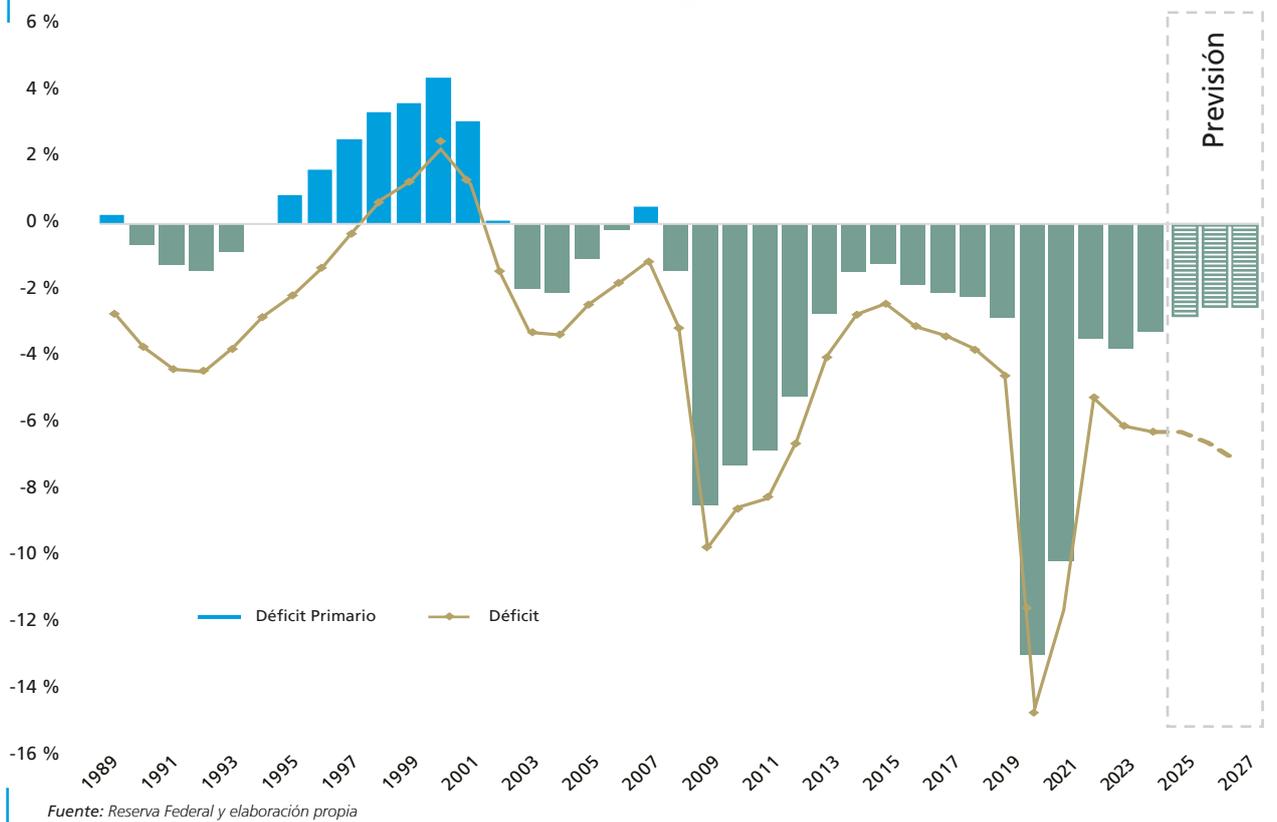
La situación puede volverse muy difícil si el crecimiento de la economía americana se ralentiza; la clave de la evolución de la ratio de deuda sobre PIB está en la diferencia entre el crecimiento económico y el coste de la

deuda. En los dos últimos años EE. UU. creció más del 6 %, mientras que el coste medio de la deuda fue del 3 %. Eso permitió que, a pesar de los grandes déficits, la deuda solo subiera del 118 % al 120 % del PIB, pero el crecimiento se puede situar por debajo del coste de la deuda ya este año, y ahí la evolución es explosiva.

Larry Fink lo resumió con una metáfora clara: “Si no conseguimos crecer al 3 % anual, nos vamos a estrellar”. Y no es una exageración. Si los inversores empiezan a dudar de que EE. UU. pueda estabilizar su deuda, exigirán intereses más altos, lo que aumentará aún más esas dudas. Es un círculo vicioso.

Estados Unidos financia su irresponsabilidad fiscal con el ahorro del resto del mundo, esa es la otra cara su abultado déficit comercial; Trump podría conseguir su objetivo de reducir la dependencia exterior de EE. UU. recortando el déficit público, pero hace lo contrario -y además lanza señales confusas- sobre cómo tratará a la inversión extranjera. La predicción del señor Fink no es nuestro escenario central, pero con Trump todo puede precipitarse.

Déficit Público en EE. UU.





Entorno de mercados

Eurozona, una potencia en servicios

El superávit comercial de la Eurozona alcanzó en el primer trimestre niveles cercanos al 4 % de nuestro PIB, parece que hemos recuperado toda la competitividad perdida durante los últimos años. Sin embargo, la composición de este saldo exterior ha cambiado de forma sustancial respecto a la etapa anterior a la pandemia y la invasión de Ucrania. Mientras que el superávit en bienes permanece estancado desde 2016, el de servicios se ha duplicado, convirtiéndose en el verdadero motor del avance reciente.

Cuando pensamos en exportación de servicios lo que se nos viene a la cabeza, especialmente a los españoles, es el turismo, y es cierto que supone un 14 % de nuestras exportaciones, pero los servicios ligados a las tecnologías de la

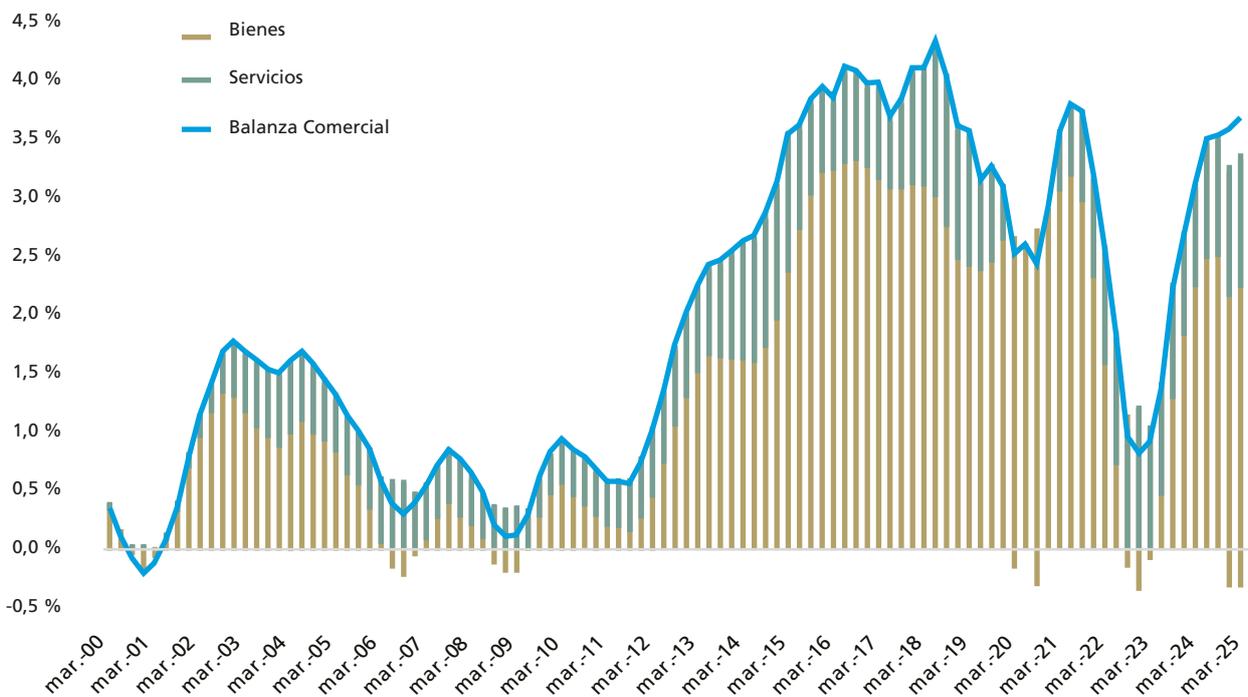
información son un 21 %, y los servicios a empresas (consultoría, I+D, técnicos) son el 25 % del total. Desde 2019, ambas categorías crecen a ritmos superiores al 10 % anual, y explican en gran medida la evolución positiva del saldo exterior en servicios.

Este giro estructural también se refleja en la composición del EuroStoxx. Las compañías con mayor peso en el índice son, en su mayoría, grandes exportadoras de servicios. La primera, SAP, especializada en *software* de gestión empresarial, obtiene el 80 % de sus ingresos fuera de la Eurozona. ASML, la segunda, genera un 30 % de su facturación a través de servicios de mantenimiento de sus sistemas litográficos. Allianz, en cuarta posición, obtiene el 60 % de sus ingresos en el exterior; Deutsche Telekom, la séptima, casi el 70 %; y Santander, la novena, un 55 %, y así podríamos seguir a lo largo del índice.

El superávit en servicios es ya un tercio del superávit total, cuando en 2019 suponía un 10 %. Europa se está reinventando con éxito, y no solo por el giro hacia el sector de servicios, en bienes la estabilidad del saldo también oculta un cambio profundo en la composición. La exportación de bienes con alta intensidad energética y bajo valor añadido se ha desplomado y ha sido remplazada por productos con alta intensidad tecnológica (la Eurozona es líder mundial, y sigue ganando cuota de mercado, en sectores como el farmacéutico, la óptica avanzada o componentes eléctricos de última generación).

La Eurozona puede mejorar su competitividad, y está en buen camino para hacerlo, pero no olvidemos que el nivel de partida es muy elevado, la narrativa de que "nos hemos quedado atrás" no se sostiene con estos datos.

Eurozona. Competitividad en Servicios



Fuente: Eurostat y elaboración propia



➤ **Renta Fija**

**Tensión en la curva**

La irresponsable política fiscal en EE. UU. puede llegar a suponer una crisis de financiación, en la que los no residentes rechazamos su deuda pública; es pronto para afirmar que ya está ocurriendo, pero existen señales alarmantes.

Por primera vez en la historia del país la Reserva Federal ha iniciado un ciclo de bajadas de tipos sin que ello se refleje en el resto de la curva de rendimientos. De hecho, los tipos de interés actuales superan los niveles previos al inicio de las bajadas. En los tramos largos, el bono a 10 años se sitúa 75 puntos básicos por encima, y el de 30 años un punto porcentual más alto.

Este comportamiento refleja desconfianza por parte de los inversores. Pero los tipos elevados no solo son síntoma de esa

desconfianza, sino que también la alimentan. Con una deuda que ya equivale al 120 % del PIB cada punto adicional en el coste de financiación incrementa rápidamente su peso relativo.

La clave, como decíamos en el primer texto, está en la diferencia entre el coste de financiación (llamémosle  $r$ ) y el crecimiento del PIB (llamémosle  $g$ ) y el déficit antes de intereses (déficit primario); sin meternos en el desarrollo algebraico que lleva al resultado, la ratio de deuda en relación al PIB crece a un ritmo que viene dado por la expresión: "Déficit primario +  $(r-g)$ \* ratio de deuda en el periodo anterior".

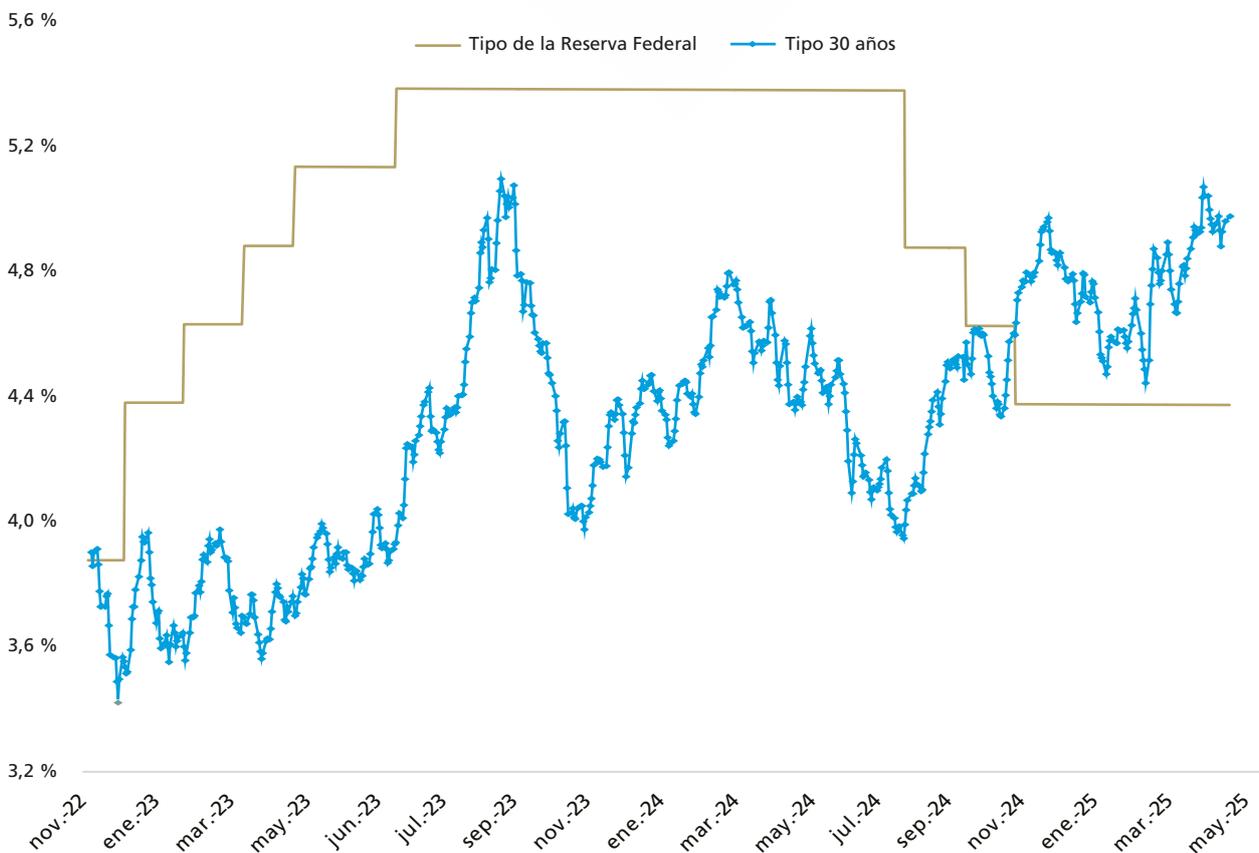
Durante años en EE. UU. han podido mantener déficits primarios muy elevados porque  $(r-g)$  era negativo, pero con un coste de financiación,  $r$ , cada vez mayor y un crecimiento,  $g$ , cada vez menor, la

deuda se descontrola muy rápido. Cuando, como ocurre ahora,  $r=g$ , el déficit se suma directamente al *stock* de deuda, y si  $r$  supera a  $g$  la espiral de crecimiento de la deuda se vuelve explosiva.

En muy pocos años EE. UU. ha pasado de tener una deuda pública del 60 % de su PIB, comparable a Alemania, al 120 % de su PIB, comparable a Italia, y si no corrige, y no lo está haciendo, dentro de poco el país comparable puede ser Japón, con una diferencia, la deuda de Japón está en manos de los japoneses, la de EE. UU. en manos de los extranjeros.

Depender de la caridad de los extraños es un ejercicio arriesgado, y los que se ven sometidos a esa triste condición saben que para que la caridad no se interrumpa es bueno intentar parecer virtuoso y agradecido; la administración de Trump está por descubrir esa amarga verdad.

**EE. UU. Tensión en la curva**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

**Bolsa de EE. UU., cada vez menos prima**

A la hora de comparar activos financieros lo relevante es comparar sus flujos futuros, intentando hacer una comparación homogénea, de “peras con peras” y “manzanas con manzanas”.

La Renta Variable nos paga un flujo protegido de la inflación, por eso la mejor comparativa es con los bonos que también nos pagan una renta más la inflación -llamados bonos indexados a la inflación-, normalmente emitidos por los estados desarrollados. Dado que el horizonte temporal para la inversión en renta variable es muy alto conviene usar los bonos de largo plazo.

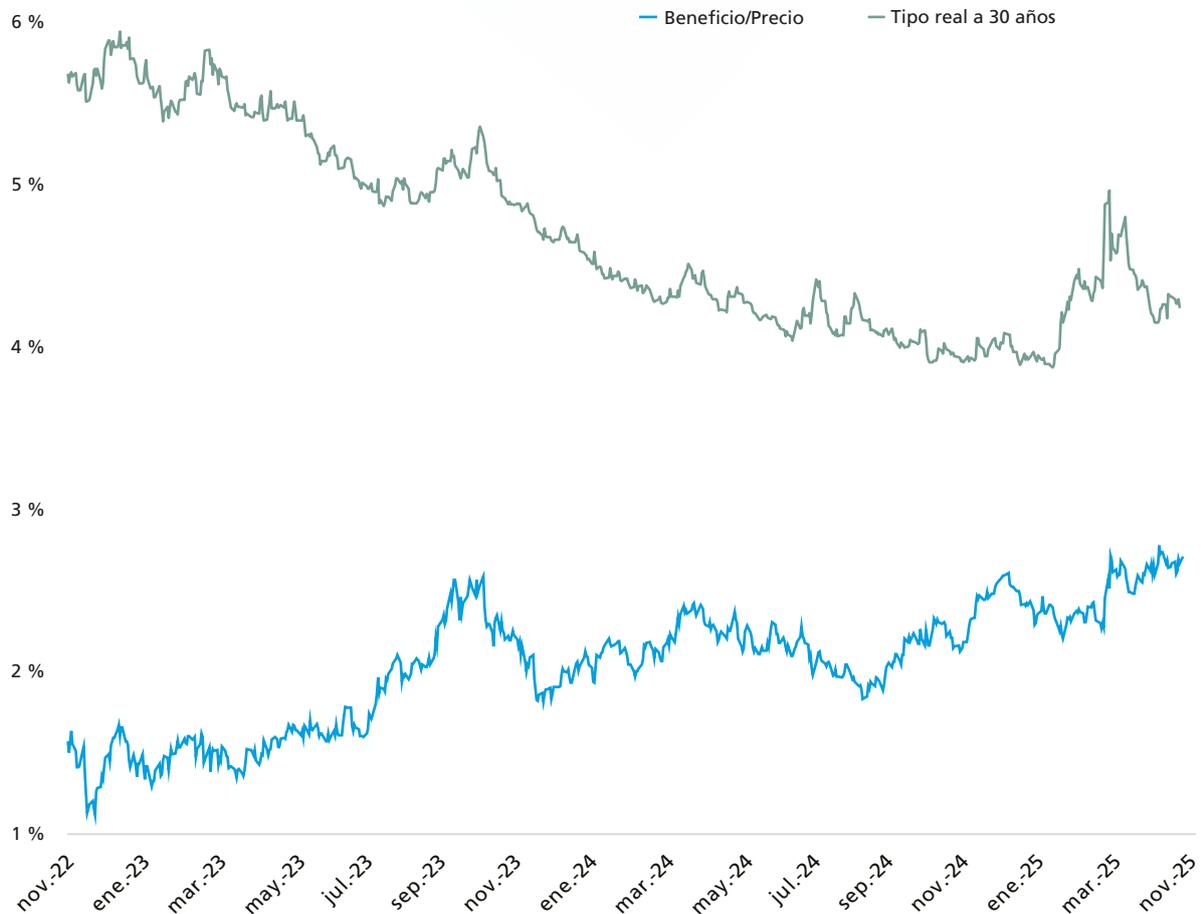
Para la comparativa usamos dos métricas: la rentabilidad real de los bonos indexados (es decir, el rendimiento por encima de la inflación) y la rentabilidad implícita de la bolsa, que se aproxima mediante el beneficio por acción dividido por el precio de la acción, o lo que es lo mismo, la inversa de la ratio conocida como PER por sus iniciales en inglés (*Price Earning Ratio*).

El encarecimiento de la bolsa en EE. UU., el incremento del PER, supone una reducción de la rentabilidad de la bolsa, mientras que la rentabilidad de los bonos ligados a la inflación no para de subir. La diferencia es cada vez menor, lo que hace menos atractiva a la bolsa con relación a los bonos, aunque el nivel no

es, todavía, alarmante; los bonos nos prometen una rentabilidad, además de la inflación, de 2,8 puntos, pero esa rentabilidad no subirá ni bajará en el futuro, la bolsa nos ofrece algo más de un 4 %, pero esa rentabilidad subirá, si el pasado es guía para el futuro, durante los próximos 30 años.

No sabemos cuál es el nivel en el que los bonos serán mucho más atractivos que la bolsa, lo malo es que lo descubriremos cuando la bolsa tenga una corrección brusca que podremos explicar, a toro pasado, por ese motivo. Mientras tanto nuestra cautela debería ser inversamente proporcional a esa diferencia, cuanto menor sea más cautelosos debemos ser nosotros.

**EE. UU. Prima bursátil**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia