



# Informe mensual

## de FV Frankfurter Vermögen AG

Edición: **Septiembre 2025**

### Observación preliminar

Incluso los operadores bursátiles más experimentados se muestran sorprendidos de que los mercados de valores sigan alcanzando nuevos máximos a pesar de los numerosos factores negativos. Sin embargo, esta tendencia al alza tiene buenas razones: en primer lugar, la sólida evolución de los beneficios de las empresas estadounidenses. En vista de las posibles nuevas bajadas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de EE. UU., se deriva de ello un entorno fundamentalmente positivo para las inversiones en acciones.

No obstante, también existen riesgos. En primer lugar, cabe mencionar la incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación. Hasta ahora, los aranceles apenas han provocado aumentos de precios significativos, ya que las empresas han reducido primero sus existencias y han amortiguado parte de los costes con sus márgenes. Podría surgir un riesgo mayor para los mercados si se comprueba que las elevadas inversiones de muchas empresas tecnológicas no se traducen en el aumento esperado de las ventas o los beneficios. Solo se dispondrá de datos fiables al respecto a lo largo del año.

### EE. UU.:

#### Liquidez y evolución de los tipos de interés

Un buen indicador de la liquidez de los hogares estadounidenses es la suma de los depósitos líquidos y los fondos del mercado monetario. Esta ha aumentado continuamente en los últimos años, aunque últimamente con menor dinamismo.



Fuente: Federal Reserve Bank

Además, muchos hogares estadounidenses se benefician de una sólida financiación de sus inmuebles, lo que refuerza aún más su comportamiento inversor.

Los datos trimestrales publicados en las estadísticas de «flujos de fondos» (Z.1) proporcionan además una valiosa información sobre la estructura patrimonial de los hogares privados. En este sentido, llama especialmente la atención la proporción de acciones en los activos financieros, que ha alcanzado un máximo histórico (véase el gráfico adjunto). Esta evolución pone de relieve que los hogares estadounidenses están muy comprometidos con el mercado de valores, lo que conlleva riesgos en caso de correcciones del mercado.



Fuente: Federal Reserve Bank

Otro factor positivo para el comportamiento inversor de los hogares estadounidenses es la sólida financiación de sus inmuebles (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Federal Reserve Bank

Además de la buena evolución del mercado de valores, también sorprende el nivel relativamente bajo de los tipos de interés a largo plazo. Según la lógica de los mercados, los tipos de interés a largo plazo deberían subir a pesar de la bajada de los tipos de interés de los bancos centrales, ya que un déficit presupuestario elevado y creciente conduce a un aumento de la oferta. Esta oferta creciente se enfrenta al mismo tiempo a una menor demanda estructural, ya que los bancos centrales chino y japonés, en particular, tienden a reducir sus carteras de bonos del Tesoro. Hasta aquí la explicación sencilla que aboga por el aumento de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, la realidad es más compleja, ya que, además de las consideraciones clásicas de oferta y demanda, la demanda de bonos del Tesoro motivada por la regulación desempeña un papel cada vez más importante.

Para muchos inversores institucionales de EE. UU., las disposiciones legales y los requisitos reglamentarios dan lugar a una demanda estructural de bonos del Estado, independientemente de su rendimiento. Los bancos comerciales, por ejemplo, deben mantener una determinada proporción de activos de alta liquidez para cumplir con los requisitos de liquidez. Los bonos del Tesoro estadounidense cumplen plenamente este requisito y tienen una ponderación de riesgo cero (a pesar del riesgo de variación de los tipos de interés), por lo que no aumentan los requisitos de capital.

Las compañías de seguros también invierten considerablemente en bonos del Tesoro por motivos normativos. Están obligadas a ajustar sus activos y pasivos en cuanto a vencimiento y solvencia, y para ello recurren a bonos del Estado, que se consideran libres de riesgo. Estos bonos están muy bien valorados por las autoridades supervisoras y sirven para garantizar obligaciones a largo plazo, como las derivadas de los seguros de vida. Lo mismo ocurre con los fondos de pensiones.

Por su parte, los fondos del mercado monetario están obligados por las normas de la Comisión de Valores y Bolsa (SEC, por sus siglas en inglés) (Regla 2a-7) a mantener una parte fija de su cartera en inversiones seguras y de alta liquidez. Los bonos del Estado estadounidense cumplen estos requisitos de manera ideal y, por lo tanto, dominan las carteras de estos fondos. Por último, los bonos del Tesoro también desempeñan un papel central en el sistema financiero en su conjunto: son la principal fuente de garantías («colateral») para las operaciones repo y los sistemas de liquidación de pagos.

Esta demanda regulatoria crea una base constante para la compra de bonos del Tesoro y, por lo tanto, tiene un efecto moderador sobre los tipos de interés, incluso cuando el aumento de los déficits presupuestarios o la menor demanda de los inversores extranjeros apuntarían en realidad a un aumento de los rendimientos. Esto explica por qué el nivel de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos lleva años siendo más bajo y posiblemente no suba tanto como cabría esperar desde un punto de vista puramente económico.

Otro efecto moderador de los tipos de interés se deriva del cambio previsto en la estructura de la deuda hacia bonos del Tesoro a más corto plazo. Dado que el 31 % de la deuda pública vencerá en los próximos 12 meses, esto supone un gran potencial de ahorro en los tipos de interés si se financia una mayor proporción con letras del Tesoro y se siguen reduciendo los tipos de interés a corto plazo como se pretende. La cuestión de quiénes serán los compradores de las letras del Tesoro no plantea ningún problema.

La introducción de la Ley GENIUS podría convertirse en un importante motor de la demanda de bonos del Tesoro a corto plazo (T-Bills) de EE. UU. Los participantes en el mercado valoran el nuevo marco regulatorio de forma mayoritariamente positiva, ya que la emisión de stablecoins debería contribuir en el

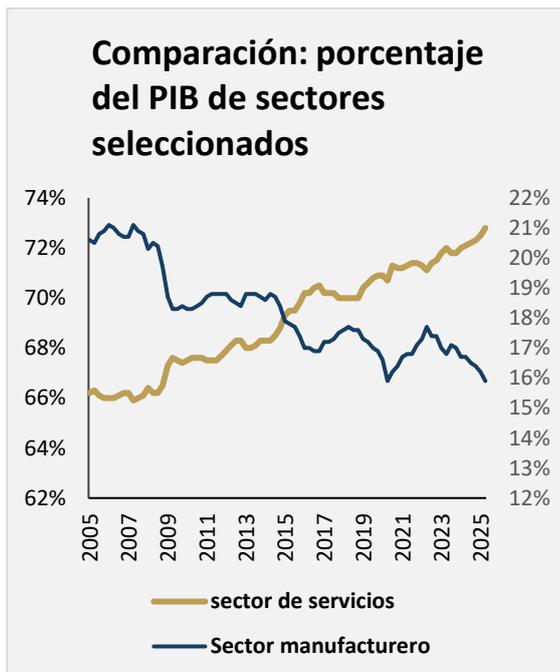
futuro a un fortalecimiento estructural de este segmento.

El motivo radica en las disposiciones de la ley. Las stablecoins deben estar cubiertas íntegramente por reservas líquidas en una proporción de 1:1. Como garantías solo se admiten efectivo, depósitos bancarios, acuerdos de recompra y bonos del Estado con un vencimiento residual muy corto (máximo 93 días) o fondos del mercado monetario equivalentes. Esta estrecha vinculación con inversiones seguras a corto plazo afianza las stablecoins en el sistema financiero tradicional.

## EE. UU.:

### Evolución económica

El crecimiento económico en EE. UU. sigue siendo sólido, aunque los datos del mercado laboral hayan suscitado dudas a corto plazo sobre la fortaleza de la economía: la revisión definitiva del PIB estadounidense para el segundo trimestre de 2025 sorprende positivamente con un +3,8 % interanual, impulsado por el fuerte consumo, las inversiones y un sector servicios robusto. El sector servicios sigue demostrando ser un importante pilar de la economía y su participación en el producto nacional bruto ha seguido aumentando en los últimos años (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Federal Reserve Bank

La fortaleza de este sector también se refleja en las elevadas tasas de crecimiento del gasto en bebidas y alimentos (que representan el 14 % de las ventas minoristas), que desde hace años muestran un dinamismo superior al de las ventas minoristas en general (véase el gráfico siguiente).



Fuente: Federal Reserve Bank

## Europa

En Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, destacó la importancia del mercado laboral. El BCE también subraya en su informe de septiembre la importancia de la estabilidad del mercado laboral para el desarrollo económico: «Aunque la demanda de mano de obra está disminuyendo, el mercado laboral sigue siendo una fuente de fortaleza, con una tasa de desempleo del 6,2 % en julio de 2025. Esto debería impulsar el gasto en consumo a lo largo del tiempo, especialmente si las personas ahorran menos de sus ingresos, como se prevé en las previsiones de septiembre de 2025».

En Europa sigue llamando la atención la fuerte divergencia entre las diferentes tasas de crecimiento. En particular, la mayor economía europea, Alemania, lleva años sufriendo un dinamismo débil. No está claro hasta qué punto la economía habría entrado en una recesión aún más profunda sin el gasto en armamento. Sin embargo, tampoco hay que caer en la euforia de pensar que el notable aumento previsto del gasto en

armamento provocará un fuerte impulso al crecimiento, como suelen destacar algunos políticos.

La ampliación del gasto militar alemán solo debería generar un impulso moderado al crecimiento. Debido a la plena utilización de la capacidad y a la escasa intensidad de la competencia, los fondos adicionales solo provocan actualmente un aumento de los precios y mayores beneficios para las empresas de armamento, sin aumentar significativamente la producción.

Los estudios empíricos muestran que, aunque el gasto militar sostiene la demanda a corto plazo, este efecto disminuye con el tiempo. El denominado multiplicador fiscal mide el porcentaje de aumento de la producción económica total (PIB) cuando el Estado aumenta su gasto en un 1 %. Según la bibliografía especializada, este multiplicador suele ser inferior o cercano a 1 en el caso del gasto militar, lo que significa que un euro adicional de gasto público solo aumenta el rendimiento económico en un euro como máximo. Algunos estudios encuentran valores de hasta 1,5, pero a menudo los efectos son menores y más débiles que en el caso del gasto público general.

Por lo tanto, el estudio de la Universidad de Mannheim llega a una valoración negativa de los efectos positivos esperados del gasto en armamento para Alemania: «Teniendo en cuenta los retos económicos, fiscales y sociales existentes, se plantea la cuestión de los costes de oportunidad de la estrategia de armamento prevista: cada euro que se invierte en tanques, aviones y municiones es un euro que falta en otros ámbitos, como la modernización de las redes eléctricas y ferroviarias, la ampliación de los servicios de guardería, el fomento de las tecnologías verdes o la cualificación de personal especializado. La idea de que el Estado puede perseguir todos estos objetivos al mismo tiempo ignora la realidad de los recursos financieros y económicos limitados.»

### Perspectivas

A pesar de la errática política económica y la pérdida de confianza provocada por el Gobierno de Trump, es prematuro dar por perdida la economía estadounidense. El crecimiento sigue siendo sólido y, a pesar de las posibles pérdidas de inflación debido a los aranceles, los hogares se benefician de las desgravaciones fiscales en el marco de la OBBBA (One Big Beautiful Bill Act). Cabe destacar especialmente la fortaleza de EE. UU. en el sector de los semiconductores, que es fundamental para todos los

nuevos desarrollos tecnológicos. El complejo ecosistema estadounidense confiere al país una posición dominante a nivel mundial, mientras que la competencia de China, aunque crece, necesita tiempo para ponerse al día.

En Europa, las dos economías más grandes, Alemania y Francia, se enfrentan actualmente a retos internos más acuciantes. A pesar de los impulsos positivos, también en el sector tecnológico, los factores estructurales negativos y el envejecimiento de la población lastran el crecimiento potencial. Sin embargo, mientras el mercado laboral no muestre signos evidentes de debilidad, es poco probable que se produzcan reformas profundas.

Al mismo tiempo, la dependencia de Europa de las tecnologías estadounidenses y asiáticas, especialmente en el sector de los semiconductores, sigue siendo un factor que frena la soberanía tecnológica.

### Información sobre la cartera

En el mes de septiembre de 2025, el fondo Renta 4 Wertefinder FI registró una rentabilidad positiva del 1,34%, situando la rentabilidad acumulada en el año (YTD) en 5,21%.

La exposición a renta variable se mantuvo al principio del mes por encima del 50%, pero reducimos la cuota de renta variable en las últimas semanas hasta el 45 % después de las fuertes subidas de algunas acciones.

En septiembre de 2025, las contribuciones positivas de las 10 acciones más rentables asciendieron a 170.000 €, liderado por UnitedHealth Group y TSMC. Con la excepción de Banco Santander todas estas empresas son del sector tecnológico. Las tres empresas que menos aportaron eran la alemana Gerresheimer, Beiersdorf y L'Oreal con una pérdida conjunta de 37.000 €.

Las principales posiciones de la cartera en la cartera de la renta variable fueron las siguientes:

Brainchip	4,3%
Banco Santander	3,3%
Siemens	3,0%
Johnson & Johnson	3,0%
Komatsu	2,9%
AMD	2,8%

UnitedHealth Group	2,7%
Rio Tinto	2,7%
Vinci	2,6%
Booking Holdings	2,6%

En cuanto a la estrategia, la reducción de la renta variable se efectuó con acciones del sector tecnológico y renovables (Greenergy Renovables). Por otra parte entramos con pequeñas posiciones en India (Mahindra & Mahindra) y China (Alibaba).

La distribución geográfica de la renta variable (en proporción a la cartera de renta variable) fue la siguiente:

EE.UU.	44,7%
Alemania	13,7%
Francia	9,1%
España	7,8%
Australia	5,8%
Japon	4,3%
Países Bajos	3,4%
Gran Bretaña	3,3%
Taiwan	2,3%
Otros	2,7%

En cuanto a la distribución por divisas el 46,7 % está denominado en el dólares, el restante se compone del euro (35,1%) y varias otras monedas (el AUD, SEK, JPY, HKD y GBP).

Octubre de 2025

Jürgen Brückner