

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



OCTUBRE DE 2024



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2024



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*
 - EE. UU., despegue suave
 - Eurozona, la energía es una carga

- *Renta Fija*
 - A vueltas con el rango de tipos

- *Renta Variable*
 - Relativo por capitalización, más crecimiento

➤ **Entorno de mercados**

EE. UU., despegue suave

En el mes de septiembre se han revisado los datos de PIB en EE. UU. desde el año 2022 en base a la nueva información disponible (datos del IRPF, balances empresariales, etc.).

La revisión no ha sido pequeña. La diferencia entre la primera estimación y el dato revisado es, hasta junio de este año, de más de un 2 %, es decir, equivalente a un año "extra" de crecimiento; es como si al revisar una chaqueta vieja en vez de encontrarnos un billete de 5 euros olvidado en un bolsillo nos encontrásemos con la nómina de un año.

La revisión tiene múltiples implicaciones; la primera es que los tipos altos han sido incluso menos eficientes de lo que parecía

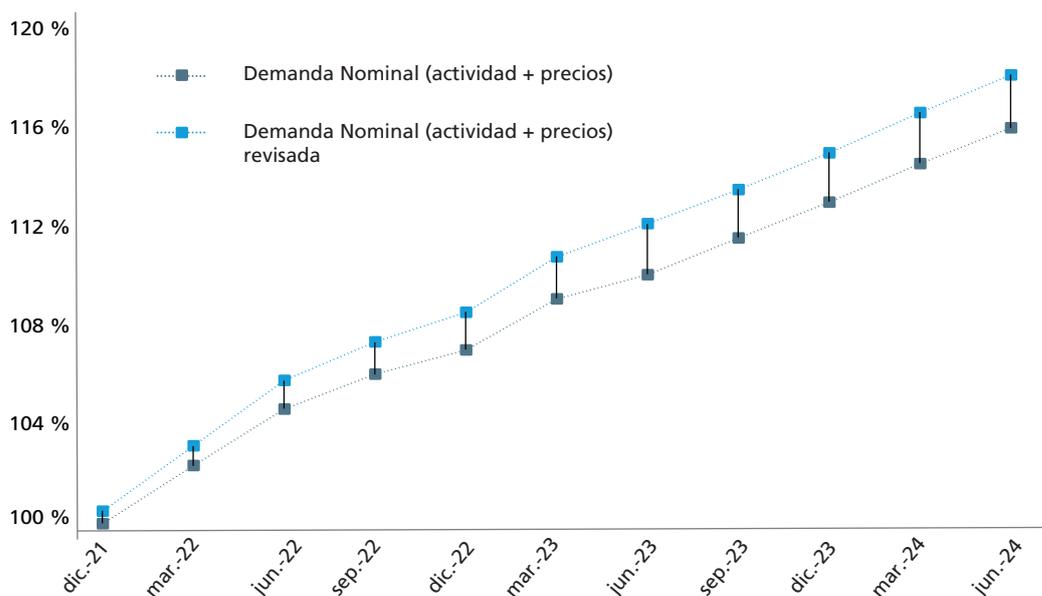
para frenar el crecimiento, en 2023 el crecimiento se aceleró cuando el tipo de intervención ya había superado el 5 %. Calculando el PIB por el lado del gasto la revisión ha sido por la demanda del sector privado (el gasto público se ha revisado a la baja), y muy especialmente por la inversión en bienes de equipo (hace tiempo que nos asombra la fortaleza de las ventas de camiones y autobuses), la mejor señal de que los tipos no están siendo un freno significativo.

La segunda es que el crecimiento es más sostenible; la revisión del PIB por el lado de los ingresos ha sido especialmente alta en el ingreso de las familias y los beneficios empresariales. En el caso de las familias el mayor ingreso supone que el ahorro (como porcentaje de la renta disponible) no se ha reducido como

parecía -desde hace año y medio está próximo al nivel previo a la pandemia- y por lo tanto, el exceso de ahorro no ha desaparecido. El mes pasado mostrábamos nuestro convencimiento de que en los próximos trimestres el crecimiento de los ingresos sería suficiente para sostener el ahorro, y resulta que lleva siéndolo año y medio.

Una tercera implicación, quizás la más importante, es el impacto en la productividad. Sabemos que las cifras de empleo para 2023 se revisarán a la baja y con la revisión al alza de la producción la aceleración en el crecimiento de la productividad será todavía mayor y eso, además de hacernos más ricos, permitirá que la inflación no se acelere. Un escenario difícilmente mejorable.

EE. UU., Demanda del sector privado. Consumo + Inversión



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Entorno de mercados**

Eurozona, la energía es una carga

La productividad de la que disfruta EE. UU. es bastante más anémica en la Eurozona.

Para ver qué se puede hacer por mejorarla la Comisión Europea encargó un informe a Mario Draghi -al que deberíamos poner estatuas en todas las capitales europeas- que se presentó recientemente. El informe es excelente, y exhaustivo, 400 páginas, e identifica la energía como el primer punto a mejorar. Hasta la invasión de Ucrania el problema era manejable, pero desde entonces se ha convertido en muy grave.

Históricamente el precio de la electricidad en la Unión Europea (UE) era un 60 % más alto que en EE. UU., la interrupción del

suministro ruso llevó la diferencia hasta cinco veces, y Europa perdió un año de crecimiento mientras cambiaba sus infraestructuras para poder sustituir el gas ruso. Lo conseguimos, pero en el nuevo régimen el precio es el doble que en EE. UU.

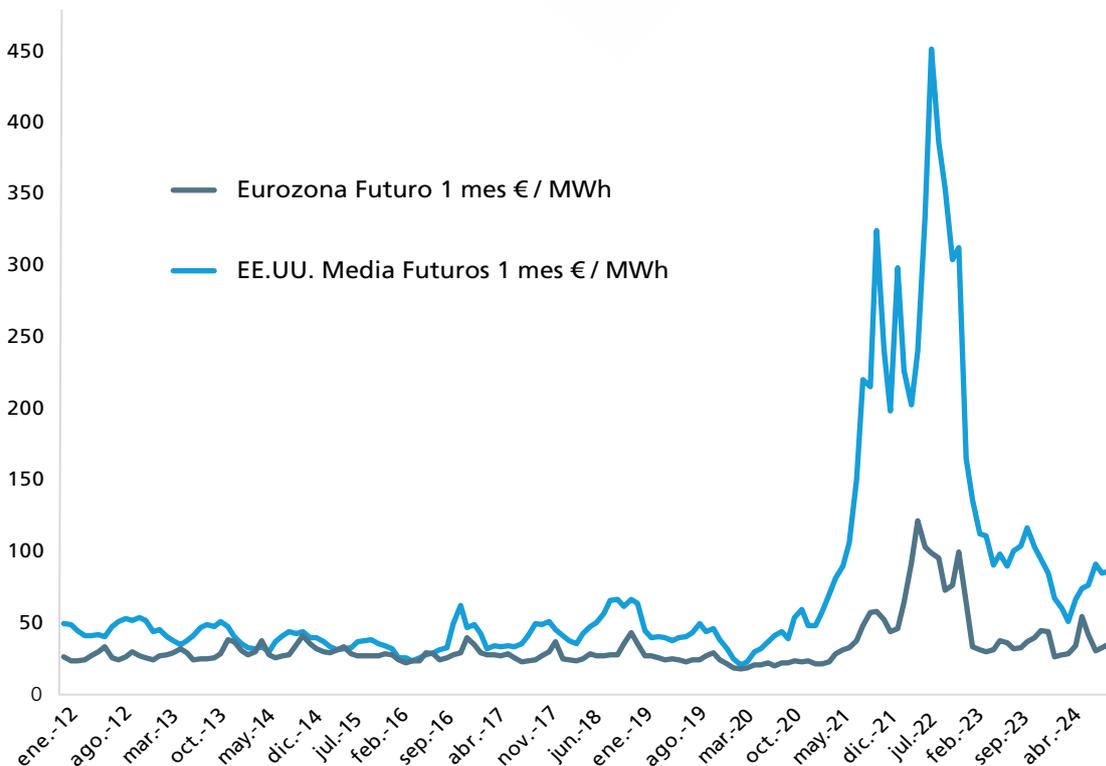
Nuestra energía no solo es mucho más cara, su precio es mucho más volátil, lo que dificulta la vida de nuestras empresas.

Afortunadamente hay soluciones sencillas para mejorar la situación. La primera es apalancar, en el mercado del gas, el poder de compra conjunto de todos los países de la UE, en vez de dejar que cada país se saque las castañas del fuego. Las grandes economías industriales, Japón, Corea, etc., hace tiempo que tienen sistemas centralizados de compra. La segunda es

crear en la red eléctrica las interconexiones necesarias para conseguir un mercado único, hacerlo supondría un ahorro en el precio de la electricidad de 0,34 billones de euros -un 1 % del PIB de la Eurozona- con una inversión relativamente pequeña. La tercera es adaptar la regulación, especialmente la medioambiental, con una política industrial que tenga en cuenta la necesidad de ser competitivos con países con regulaciones más laxas.

No son medidas difíciles, ni caras, aunque con nuestros procesos de toma de decisiones tampoco serán rápidas. Mientras tanto solo nos cabe esperar que el precio del gas y del petróleo en el mercado internacional no suban, pero ahí, por una vez, las noticias son esperanzadoras.

Precio de la electricidad. Mercado de futuros



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Fija

A vueltas con el rango de tipos

Llevamos casi un año utilizando el mismo gráfico para explicar que posiblemente el nivel mínimo de tipos a 10 años en EE. UU. lo vimos en abril de 2023, cuando la Reserva Federal estaba todavía subiendo el tipo de interés, y que lo mejor que podíamos esperar era un movimiento en rango, incluso después de que se iniciase, el entonces todavía lejano, ciclo de bajadas.

No es frecuente que un gráfico de mercados sea tan longevo, pero es que este ciclo ha sido realmente extraordinario, los tipos adelantaron tanto, en tiempo y en magnitud, que cuando realmente ha empezado ya estaba todo hecho.

El tipo a 10 años se situó por debajo del tipo a 1 año -la llamada "curva invertida"- en julio de 2022, y ahí sigue. Más de dos años en una situación excepcional -no es

normal que sea más barato pedir dinero prestado a diez años que a uno- y superando ampliamente el récord anterior, 20 meses entre agosto de 1978 y abril de 1980, y en ese episodio la Reserva Federal subió los tipos de interés hasta el 15,5 %, que explica mejor que los inversores creyesen que era una situación excepcional, y que duraría poco, que la subida actual.

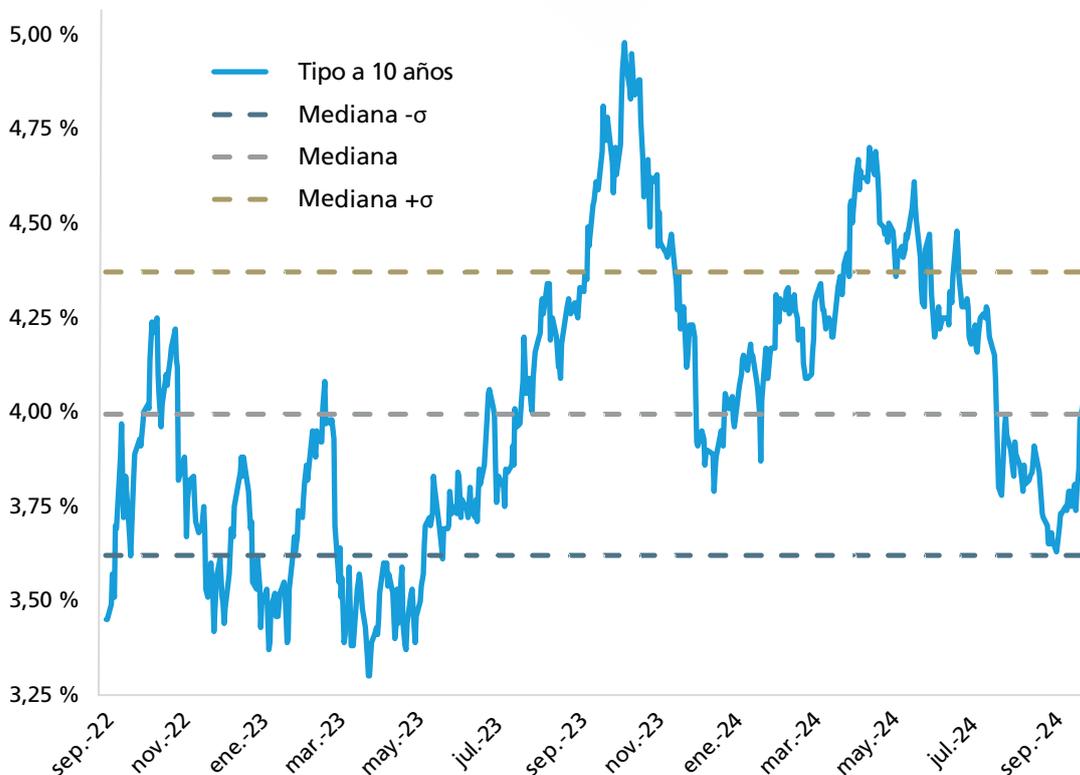
De hecho, desde que tenemos datos los tipos a 10 años solo se habían situado por debajo del tipo a 1 año cuando se cumplía la regla del "2+2", faltaban menos de dos años para que la Reserva Federal empezase a bajar su tipo de intervención y la bajada iba a ser superior a dos puntos. La primera parte de la regla ya se ha incumplido en el episodio actual, y veremos si también lo hace la segunda. La Reserva Federal ha realizado una primera bajada de medio punto, queda el doble para que se acerque

al nivel actual del tipo a diez años. Con la economía a pleno rendimiento y una inflación de la que lo mejor que se puede decir es que no sube la espera se nos puede hacer, seguir haciendo, muy larga.

¿Por qué ha sido tan anómalo este ciclo? La única respuesta que se nos ocurre es que cada mercado tiene su propio estilo de irracionalidad. En la Bolsa, donde los inversores están porque quieren, la búsqueda de la ganancia da lugar a burbujas especulativas, en los bonos del Tesoro americano, o alemán, donde muchos inversores están porque la regulación les obliga, la inercia retrasa mucho el ajuste de los precios a un nuevo entorno.

Los abultados y crecientes niveles de deuda pública no van a arreglar ese problema, más bien al revés, la tentación de crear regulaciones que obliguen a los inversores a financiar esas deudas es difícil de resistir.

Tipo a 10 años en EE. UU.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

Relativo por capitalización, más crecimiento

El comportamiento relativo de las empresas de mediana capitalización (entre 0,2 y 0,5 billones de euros de valor de mercado) respecto a las de gran capitalización (más de 0,5 billones) es sumamente cíclico.

Si superponemos un gráfico del crecimiento global al del comportamiento relativo en 12 meses los puntos de inflexión de ambos serían casi coincidentes, con una diferencia de algo más de seis meses de adelanto en los índices bursátiles.

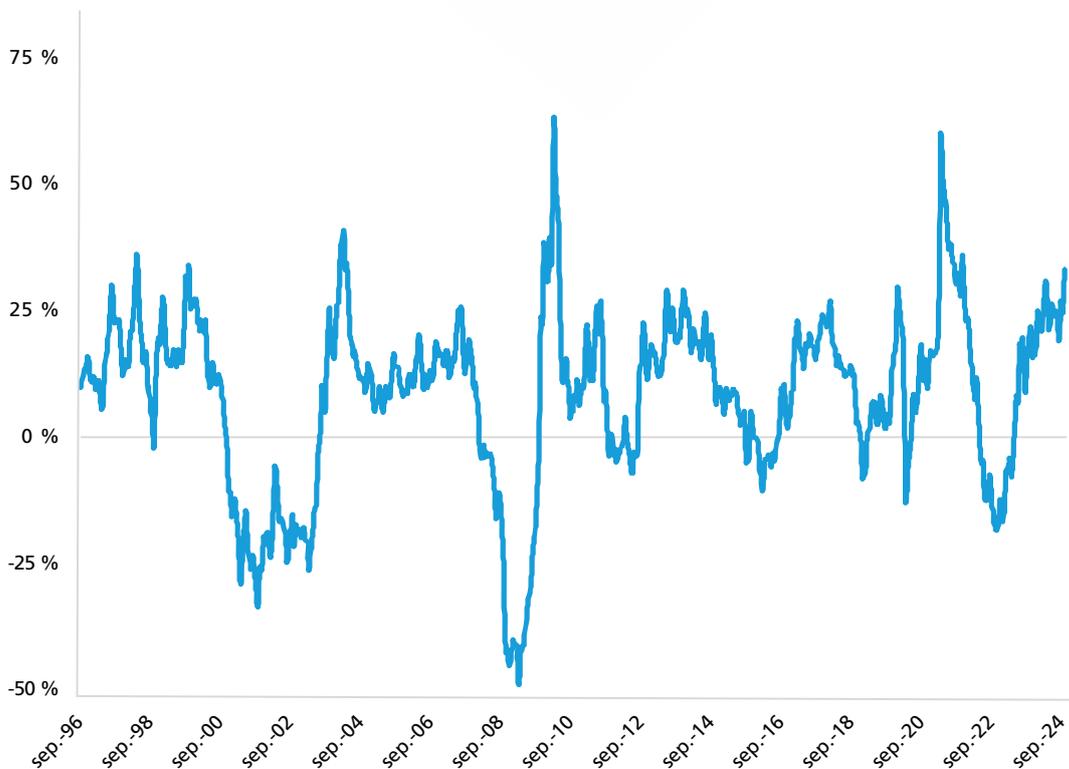
La apuesta que realizamos hacia febrero por los valores de mediana capitalización frente a los de alta era una forma de expresar nuestro convencimiento de que el crecimiento global entraba en una fase no solo de aceleración si no también de expansión, geográfica y sectorial de ese crecimiento.

La apuesta nos lo hizo pasar muy mal hasta la primera semana de julio, cuando el índice de alta capitalización doblaba el rendimiento del de mediana, pero desde entonces se han invertido las tornas, afortunadamente, y, lo que para nosotros es más esperanzador, la diferencia se ha ampliado en el último mes.

Desde el importante revolcón que los índices sufrieron este verano la recuperación ha sido mayor, y crecientemente mayor, en los valores medianos. Para nosotros eso significa que, desaparecido el "ruido de fondo" de la euforia en torno a cuatro inmensos valores (y sobre todo a uno, NVIDIA), arrastrados por las expectativas sobre la mal llamada Inteligencia Artificial (que no deja de ser estadística aplicada), la señal que recibimos del mercado concuerda con nuestra visión.

Crucemos los dedos, que la tendencia económica no nos deja dudas, pero la euforia suele ser más resistente que en este último episodio.

MSCI World Media Capitalización / Alta Capitalización. Relativo anual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia