

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



NOVIEMBRE 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**

- Alemania - Crisis ¿Qué crisis?
- EE. UU., bajar los impuestos parece arriesgado

➤ **Renta Fija**

- Más pendiente y más tipo

➤ **Renta Variable**

- La fragmentación del gasto militar en Europa ¿Problema u oportunidad?



Entorno de mercados

Alemania – Crisis ¿Qué crisis?

El adjetivo “inesperado” parece inseparable de las noticias económicas en Alemania: las ventas minoristas alemanas aumentan inesperadamente un 3,8 % en septiembre, la economía alemana crece inesperadamente en el tercer trimestre y evita la recesión y un largo etc.

La sorpresa solo se debe a la falta de diligencia de los periodistas o analistas; como hemos comentado, Alemania dejó de publicar los datos mensuales de ventas al por menor en el mes de marzo para adaptar su metodología, y cuando volvió a publicar la serie hasta agosto a finales de septiembre ya se vio que la demanda doméstica se había acelerado considerablemente. El dato de septiembre solo confirma esa

aceleración; al ritmo actual el crecimiento para final de año puede ser cercano al 6 %. La Asociación Alemana de Comercio prevé una campaña navideña muy positiva. Con esos datos de consumo tampoco debería ser una sorpresa que el PIB suba.

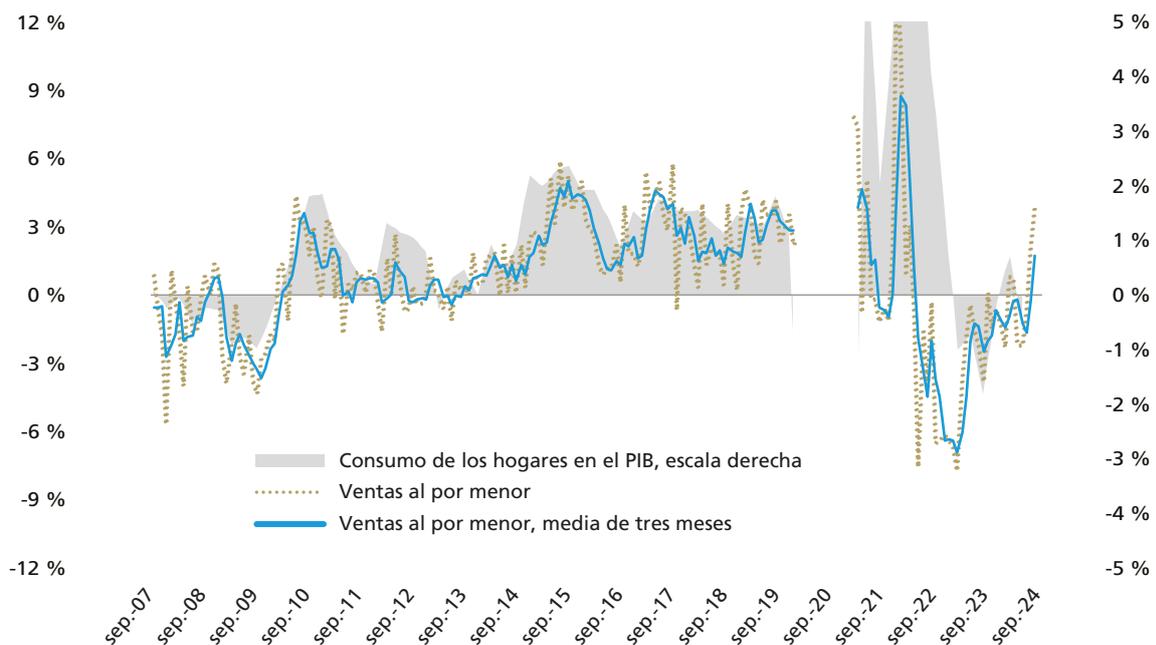
La subida todavía no ha cerrado la brecha abierta entre el PIB estimado por el gasto y el estimado por la producción (Valor Añadido Bruto), para ello deberemos esperar a las revisiones futuras.

La aceleración de la demanda es generalizada en la Eurozona; los datos de septiembre significan que las ventas minoristas de la Eurozona aumentaron un 2,3 % interanual en el tercer trimestre, frente al 0,3 % del segundo trimestre y el -0,1 % del primero. Ni

Alemania ni la Eurozona están en recesión.

Los cambios políticos pueden acelerar el crecimiento. La elección de Trump, es sin duda, un revulsivo para implementar las recomendaciones del informe Draghi y la caída de la coalición en Alemania puede abrir la puerta a la reforma del absurdo artículo constitucional del “freno de deuda”, que impide que ese país utilice su considerable espacio fiscal para facilitar la transición de su economía. Hay un amplio consenso en reformar ese artículo -hasta el Bundesbank lo dice- pero es más fácil que ese cambio lo impulse el partido de centro derecha que previsiblemente ganará las elecciones de febrero de 2025, y sobre todo con un primer ministro, Friedrich Merz, pragmático y con amplia experiencia en el sector privado.

Alemania - Crisis ¿Qué crisis? Crecimiento anual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Entorno de mercados

EE. UU. bajar los impuestos parece arriesgado

El programa del Partido Republicano es una avalancha de reducción de impuestos: hacer indefinidos los recortes de impuestos de 2017 (que expirarán en 2025), eliminar del impuesto sobre la renta las pensiones de jubilación y los ingresos por propinas, hacer deducibles los intereses pagados sobre préstamos para la adquisición de automóviles, reducir el tipo del impuesto de sociedades del 21 % al 15 % y un largo etc.

El problema es que el déficit del sector público es de un 7,6 %, el mayor de los países desarrollados, con diferencia, y la evolución de la deuda pública es muy alarmante; EE. UU. es ya el tercer país con mayor ratio de Deuda Pública sobre PIB,

solo por detrás de Japón e Italia (y acercándose a este último a toda velocidad, hace 5 años el peso de la deuda en EE. UU. era 25 puntos menos que en Italia y este año es de 15 puntos menos, al ritmo actual en 2030 se igualan).

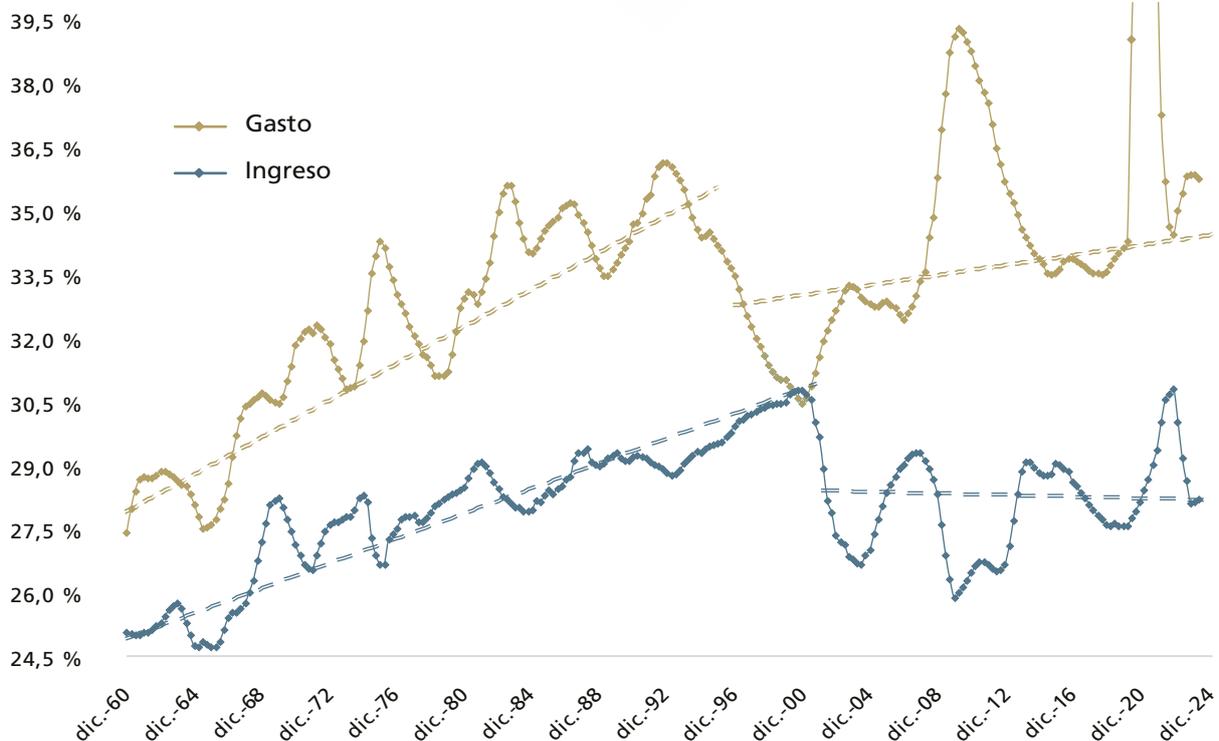
El problema del déficit público es más de ingreso que de gasto, EE. UU. gasta 10 puntos de PIB menos que la media de los países desarrollados (36 % frente a 46 %), pero ingresa 15 puntos menos (29 % frente a 44 %). Desde que Bill Clinton consiguió alcanzar un superávit (gracias a una excelente gestión del gasto) en el año 2000 los ingresos públicos no han parado de bajar.

El problema es que, al contrario que Japón o Italia, que son acreedores respecto al resto del mundo, EE. UU. también acumula

una deuda creciente con el resto de la humanidad. Si un país es acreedor neto internacionalmente el problema de su deuda pública es un problema político, es deuda entre ciudadanos del mismo estado. Los que somos deudores internacionalmente tenemos que vigilar que nuestro estatus como acreedor no se deteriore, porque el resultado es una crisis de financiación aguda (como ocurrió en los países periféricos en la crisis del euro y como la que obligó a dimitir a Liz Truss tras solo 44 días de gobierno por presentar un presupuesto irresponsable).

Las primeras señales de desconfianza son ya palpables en el mercado de bonos del Tesoro de EE. UU., veremos cuando Trump presente su presupuesto.

EE. UU. Gasto e Ingreso del Gobierno. % PIB



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Fija**

Más pendiente y más tipo

La diferencia entre los tipos de los bonos a 10 años y 2 años ha vuelto a ser, mínimamente, positiva.

La curva se invirtió -el tipo a 10 años se situó por debajo del de 2 años- en julio de 2022, ha sido el periodo más largo de curva invertida de la historia, y alcanzó su diferencia máxima un año después, en julio de 2023, con una diferencia de 1,08 puntos negativos; un tipo a 2 años del 4,94 % y a 10 años del 3,85 %.

En la segunda semana de noviembre la pendiente era positiva en 0,15 puntos, con el tipo a 2 años del 4,3 % y el de 10 años en 4,45 %, es decir, que del movimiento de la pendiente, 1,23 puntos, la mitad se ha producido por un incremento del tipo

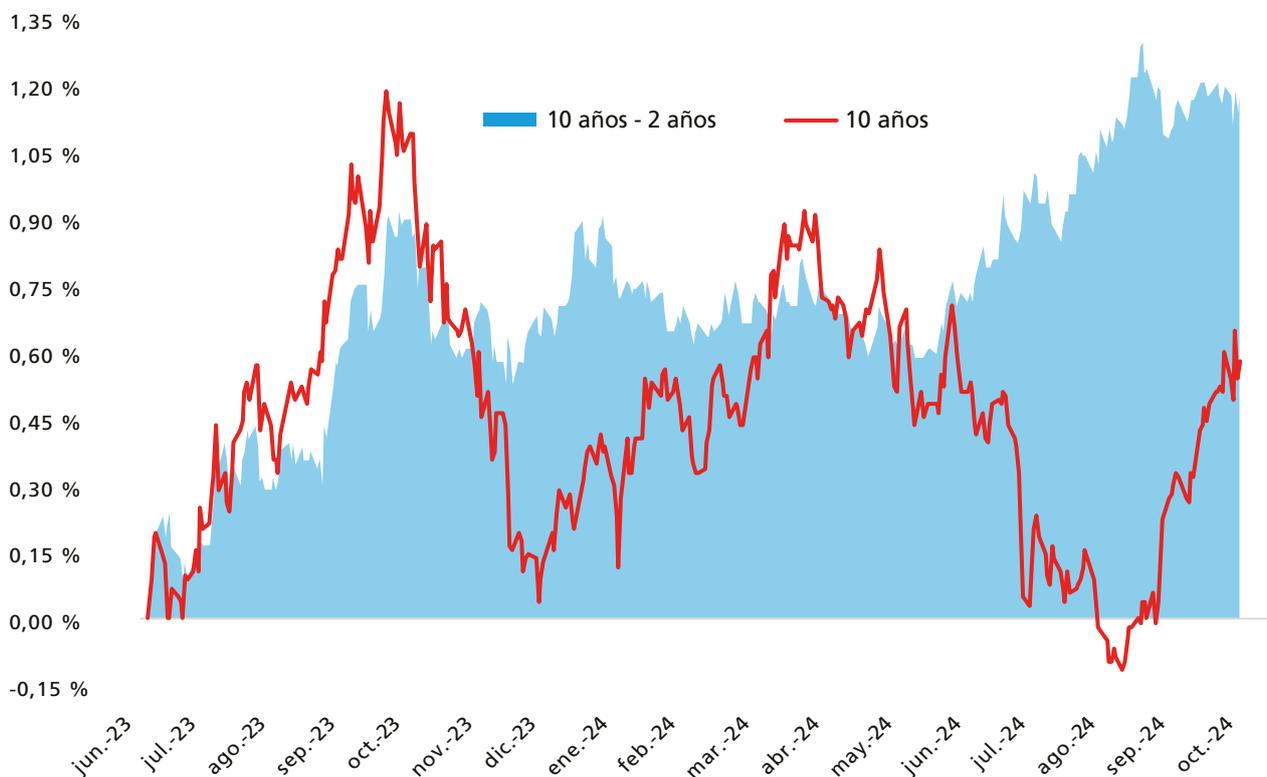
largo. Esto es algo muy poco frecuente, normalmente la pendiente se positiviza porque los tipos cortos caen más que los largos, pero ambos caen.

La última vez que vimos un movimiento como el actual fue en 1996, cuando la Reserva Federal hizo una bajada muy moderada de tipos y los volvió a subir en muy poco tiempo. Puede que el mercado esté anticipando algo así, pero no es lo que vemos en las cotizaciones del mercado de futuros.

Otra explicación, más congruente con lo que observamos tanto en el mercado como en las cuentas públicas de EE. UU., es que la prima de riesgo en los plazos largos está subiendo por el deterioro de la salud de las cuentas públicas.

Si esto es así nos debemos preparar a una pugna de titanes, entre el gobierno de Trump empeñado en incrementar su déficit y el mercado de bonos castigándole por hacerlo. No tenemos ninguna duda sobre quién ganará, siempre ganan los bonos, pero puede correr mucha sangre (metafórica afortunadamente) hasta que Trump se dé por vencido.

Variación del tipo a 10 años y de la pendiente en EE. UU.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

La fragmentación del gasto militar en Europa ¿Problema u oportunidad?

En el informe de Draghi para la competitividad europea (del que nos hemos comprometido a tratar un capítulo cada mes) la defensa ocupa un lugar destacado. Por un lado, el sector es fundamental para garantizar la autonomía estratégica de Europa, así como para impulsar la innovación, a través de efectos indirectos, en toda la economía.

La fragmentación, sin embargo, es un serio problema; en Europa hay 27 mercados de defensa, con cadenas de suministro aisladas y sistemas duplicados. La comparación con un mercado de comprador único como el de Estados Unidos pone de relieve la ineficiencia. Las tres mayores empresas de defensa de EE. UU. facturaron lo que el conjunto del sector en Europa. El sector de defensa en

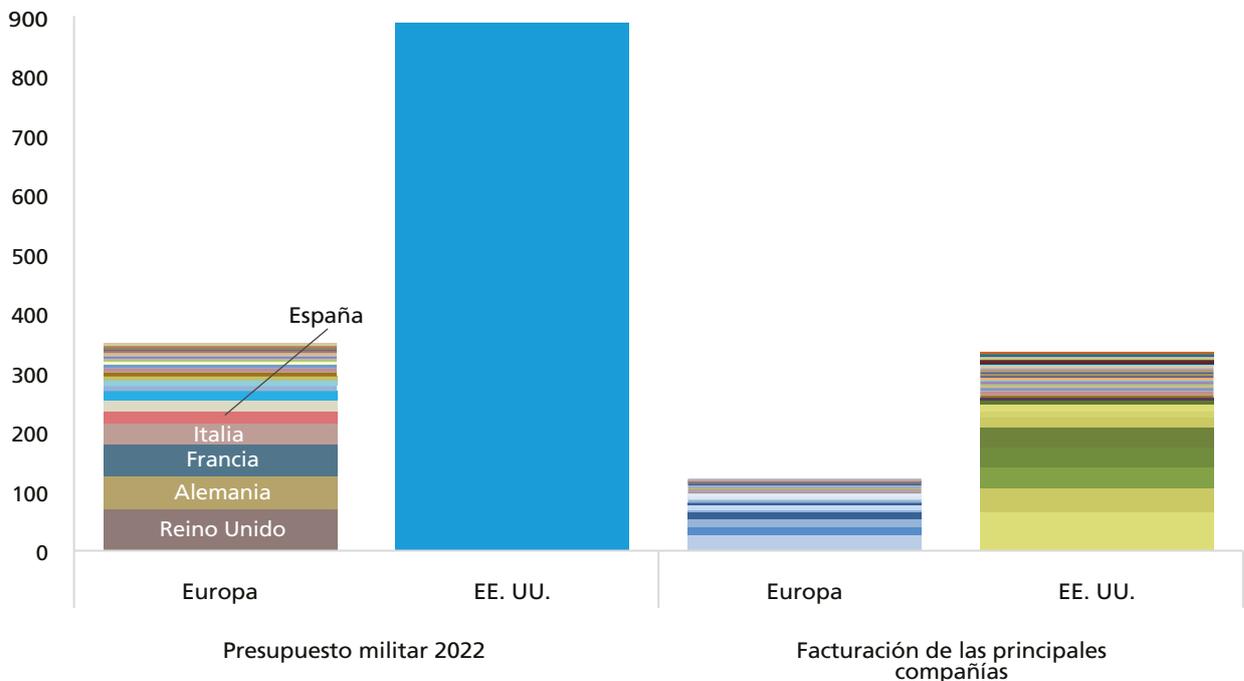
Europa está dominado por pequeñas y medianas empresas sin la capacidad para invertir, tanto en I+D como en capacidad productiva de las grandes compañías de EE. UU..

Como en el caso de la energía la solución no exige mayor gasto, si no organizarse de forma distinta. La Comisión Europea ya ha presentado la primera Estrategia Industrial Europea de Defensa (EDIS), que tiene dos elementos claves: una nueva función conjunta de programación y adquisición de material de defensa y construir una Base Industrial y Tecnológica de Defensa Europea. Esto último supone que los Estados miembros participantes aceptan la interdependencia mutua, evitando la duplicación de capacidades, con una estrategia de especialización comúnmente acordada entre empresas de los Estados miembros participantes, que reasigne capacidades y refuerce los respectivos ámbitos de excelencia.

Dicho en otras palabras, un fuerte proceso de consolidación en el sector europeo que cree unos pocos "campeones europeos" frente al modelo actual de "campeones nacionales". La buena noticia es que es algo que ya se ha hecho con mucho éxito, Airbus es el mejor ejemplo.

La consolidación es, sin duda, buena para Europa, pero también para los accionistas, nada como la posibilidad de adquisiciones para acercar la ratio de precio sobre beneficio europea, 17 veces, a la americana, 30 veces. Trump puede ser el revulsivo necesario para tomarse el proyecto en serio.

La fragmentación del gasto militar en Europa. Un problema y una oportunidad



Fuente: Bloomberg y elaboración propia