

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



DICIEMBRE DE 2023



Banco del Año
2021 en España



Mejor Banco en España y Mejor Banco en Europa Occidental 2021
Mejor Banco Digital en banca de particulares en España 2021
Banco más innovador en Europa Occidental 2021
Entidad de Banca Privada más Innovadora de Europa Occidental 2022



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.

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



- *Entorno de mercados*
 - Inflación, lucha desigual.
 - Sorpresas sorprendentes.

- *Renta fija*
 - No somos tan iguales.

- *Renta variable*
 - No somos tan distintos.

Entorno de mercados

Inflación, lucha desigual.

La bienvenida desaceleración en EE. UU. y Europa esconde, sin embargo, procesos muy desiguales y que, a primera vista, podrían incluso parecer mejores al otro lado del Atlántico, donde la inflación se sitúa en noviembre en el 2,4 %, frente al 3,1 % de la Eurozona. Sin embargo, si descendemos a la inflación subyacente, la foto es muy otra; utilizando el Índice de Precios del Consumo Personal (el objetivo de la Reserva Federal y que se parece a la inflación subyacente en la Eurozona por su composición), la variación interanual de la serie lleva 31 meses estancada y, desde el máximo en febrero de 2022, su ritmo de caída está siendo desesperadamente lento. En la Eurozona el máximo se alcanzó más tarde, en marzo de este año, pero desde entonces ha caído dos puntos, y de manera acelerada.

Es útil fijarse en el componente de servicios, ya que nos indica mucho mejor cuál es la tendencia subyacente de la inflación, sin los vaivenes de los precios de la energía y los alimentos, o los de los “cierres/apertura” de

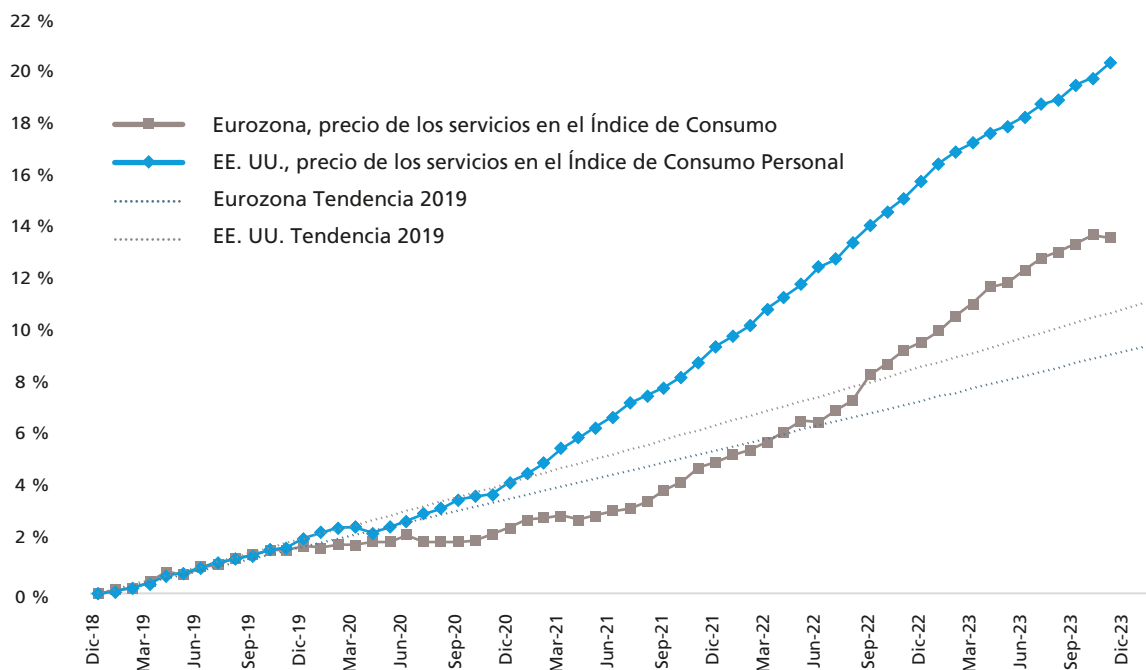
las cadenas de producción de bienes. En la inflación de servicios (seguimos usando para EE. UU. el deflactor del gasto del consumo personal que tiene un peso de la vivienda similar al de los índices de consumo europeos) la foto es todavía más distinta. Si tomamos la tendencia del año 2019 como “base”, un 1,8 % en la Eurozona y un 2,1 % en EE. UU., el índice de precios de servicios en EE. UU. la abandonó en diciembre de 2020 y, desde entonces, el ritmo de crecimiento ha sido casi constante, y de hecho en los últimos 4 meses se está acelerando. En la Eurozona no recuperamos la tendencia de 2019 hasta abril de 2022, tuvimos un largo periodo de deflación, los primeros de la salida fueron a un ritmo rápido, pero la desaceleración también, desde la primavera de este año hemos recuperado ritmos similares a los de 2019, y bajando.

La diferencia muestra claramente que los episodios inflacionistas han sido muy distintos. En la Eurozona nos empobrecimos (el precio de lo que importamos subió mucho más que el de lo que exportamos), y nos hemos visto obligados a reformar nuestro

modelo de crecimiento que dependía en buena medida de la demanda externa, mientras que todavía estamos discutiendo como repartir el empobrecimiento (de momento se lo ha llevado todo el sector público pero eso no es muy sostenible). Todo eso lleva tiempo y, sobre todo, retrae a los consumidores, con una demanda débil las empresas no pueden subir precios, ni los trabajadores sus salarios y el primer impulso inflacionista se deshace como nieve en un día soleado. En EE. UU. ocurrió lo contrario, se hicieron más ricos y sobre eso cayó un programa de estímulo fiscal considerable, el resultado es una demanda pujante y capacidad para que trabajadores y empresarios puedan subir el precio de lo que venden.

La lucha contra la inflación en ambos lados del Atlántico es muy desigual; el BCE se enfrenta a un anciano, que además lleva una mano atada a la espalda, la Reserva Federal a un hombretón armado. Lo curioso es que la reacción de ambos Bancos, hasta ahora, haya sido muy similar, veremos cuánto aguanta esa similitud.

Inflación de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ **Entorno de mercados**

Sorpresas sorprendentes.

Hay que afinar bastante para encontrar señales de desaceleración en los datos de crecimiento en EE. UU., pero los hay, especialmente en los sectores más sensibles al impacto de los tipos.

Lo mismo, pero a la inversa, podemos decir para Europa en general y la Eurozona en particular, hay que escudriñar para encontrar datos de fortaleza, pero existen: los pedidos de manufacturas se aceleran, los indicadores de sentimiento económico que realiza la UE, el mejor indicador contemporáneo de crecimiento, se estabiliza, la confianza de los consumidores (especialmente en lo que se refiere a "momento para realizar compras importantes") se recupera (de hecho, ha tenido el tercer mayor incremento en un mes, quitando la pandemia, de su historia, los otros dos se produjeron en la salida de la crisis de 2009), y hasta las ventas al por menor se estabilizan.

No es mucho, ni debilitamiento en un caso ni fortalecimiento en el otro, pero en esta vida todo es cuestión de expectativas, y éstas eran tan desaforadamente optimistas en EE. UU. y tan desesperanzadas en la Eurozona que los indicadores de sorpresas económicas, la diferencia entre el dato esperado y el publicado, han empezado a girar en ambas regiones.

Y esto no ha hecho más que empezar, desde la OCDE hasta el FMI, pasando por el Servicio de Estudios de CaixaBank (del que nos fiamos mucho y no por corporativismo, es que lo hacen muy bien) prevén una notable convergencia en los ritmos de crecimiento entre EE. UU. y la Eurozona para 2024.

Hay más dispersión de lo usual en las previsiones, pero recordando la célebre frase de Don Jaime Terceiro, de que los economistas ponen un decimal a sus previsiones para demostrar que tienen sentido del humor, el consenso apunta a

un 1 % de crecimiento real en ambas zonas, lo que significa doblar nuestro ritmo de crecimiento y reducir en un 60 % el de EE. UU., si ahora estamos "sorprendidos" podemos estarlo muchísimo más en poco tiempo.

De hecho, con muy poca desaceleración en Estados Unidos podemos vivir algún episodio "pánico recesionalista" en el mercado, -el miedo es libre, y sería una buena oportunidad si mantenemos la calma- y a la inversa a poco músculo que enseñe la economía europea los halcones del BCE pueden ponerse demasiado nerviosos; sin duda el año 2024 estará tan lleno de sorpresas como el actual, mejor nos preparamos para mantener un ánimo ecuánime.

Sorpresas económicas. Datos en desviaciones típicas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta fija**

No somos tan iguales.

Robert Kagan dijo la célebre frase de que “los americanos son de Marte, los europeos de Venus” para resumir dos actitudes vitales, una más imbuida de los principios marciales del dios de la guerra y otra de la voluntad de armonía de la diosa del amor, pero en lo referente a sus Bancos Centrales el dicho podría invertirse con total justicia.

La Reserva Federal, en un contexto de fortaleza económica e inflación dudosamente controlada, nos hizo saber, en un importante discurso del Gobernador Christopher Waller del 28, de que la reducción en la inflación era condición necesaria, pero también suficiente, para reducir el tipo de intervención. El discurso fue remachado por el Presidente de la Fed, el Sr. Powell, en su rueda de prensa del día 13. La Reserva Federal busca el tipo mínimo compatible con un crecimiento vigoroso y no (demasiado) inflacionista.

Desde el Banco Central Europeo la actitud es muy distinta, pese a la debilidad de nuestra economía y la rapidísima desaparición de la

inflación todas las voces de esa institución insisten en que no se puede “bajar la guardia” (palabras textuales) y en que es demasiado pronto, no ya para empezar a pensar en bajar los tipos, si no para empezar a pensar en empezar a pensar sobre eso. El BCE busca el tipo máximo compatible con un crecimiento cuasi agónico, y no (demasiado) deflacionista.

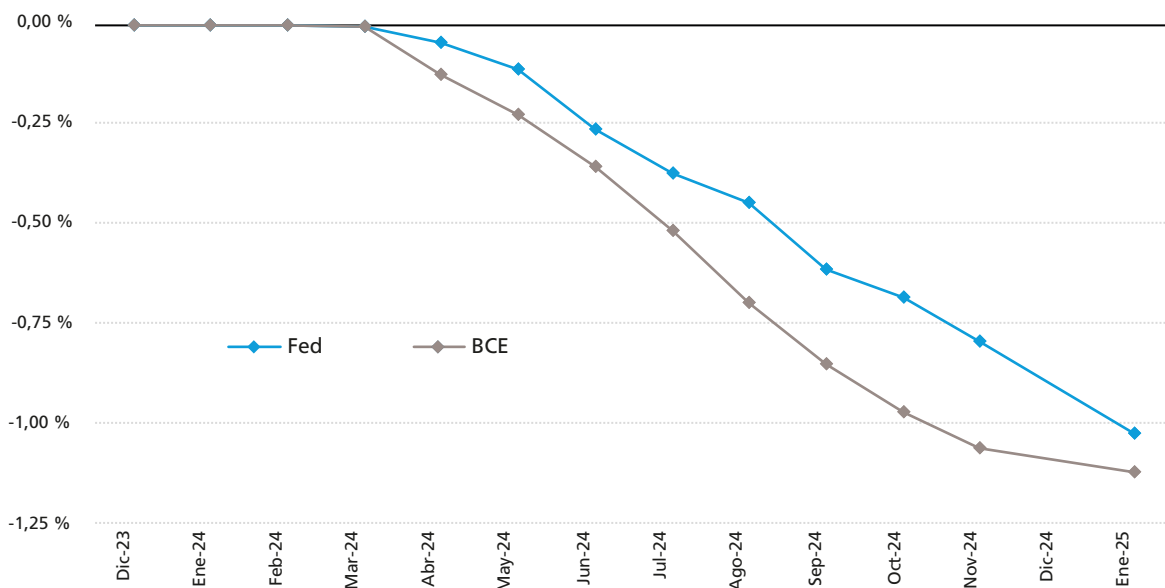
Ambas actitudes tienen ventajas e inconvenientes, desde luego para el crecimiento es mejor la de la Fed, tener los tipos más altos de lo estrictamente necesario es una transferencia de riqueza de los emprendedores hacia los rentistas; no es de extrañar que casi todas las innovaciones empresariales se originen en EE. UU. -es el resultado de una política monetaria que incentiva la remuneración del riesgo- mientras que la europea paga por no asumirlo.

Lo malo es que la actitud de la Fed quizás alimente demasiado esos famosos “espíritus animales”; desde el mes de octubre los tipos han bajado, más de un punto en los plazos superiores a 5 años, y de hecho se encuentran al mismo nivel que tenían hace 14

meses, las peticiones de préstamos hipotecarios se están animando y las emisiones de bonos corporativos también, las condiciones financieras, en definitiva, se han relajado como si la Fed hubiese bajado ya los tipos. Esta reacción del mercado puede obligar a dar un bandazo en la comunicación -y no sería la primera vez- a lo largo de 2023 hemos visto varios episodios, y tanto vaivén acaba dañando a la credibilidad del Banco Central. En Europa no corremos ese riesgo, si alguien tiene que dar bandazos no será el Banco Central Europeo, seremos todos los demás, tampoco sería la primera vez que nuestro Banco nos acerca al precipicio, y eso tampoco es bueno para su credibilidad, y aún menos para nuestra economía.

La verdad es que dan ganas de organizar un programa de intercambio, un Erasmus de banqueros centrales a ver si los de allá se hacen más marcianos y los nuestros más venusinos. Las expectativas de los inversores muestran el resultado de esas contradicciones, esperan que, en situaciones muy distintas, hagan exactamente lo mismo. Veremos.

Tipos de intervención. Variación respecto al nivel actual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ **Renta variable**

No somos tan distintos.

dad es que la valoración relativa de los dos El precio que pagamos por los beneficios de las empresas europeas es siempre menor que el que pagamos por los de las empresas de EE. UU. Usando la ratio entre el precio y el beneficio esperado por el consenso para los próximos 12 meses (el PER) la diferencia mediana (el valor que deja un 50 % de las observaciones a cada lado) es de -17,4 %, aunque si usamos la diferencia promedio el descuento es algo mayor, -19,6 %, lo que nos indica que hay más valores extremos de mayor valoración relativa que de menor (es decir, mayores descuentos negativos que si la distribución fuese simétrica). Los valores de descuento más extremos se concentran en los últimos años, especialmente a partir de 2016 y alcanzan su paroxismo a lo largo de este año.

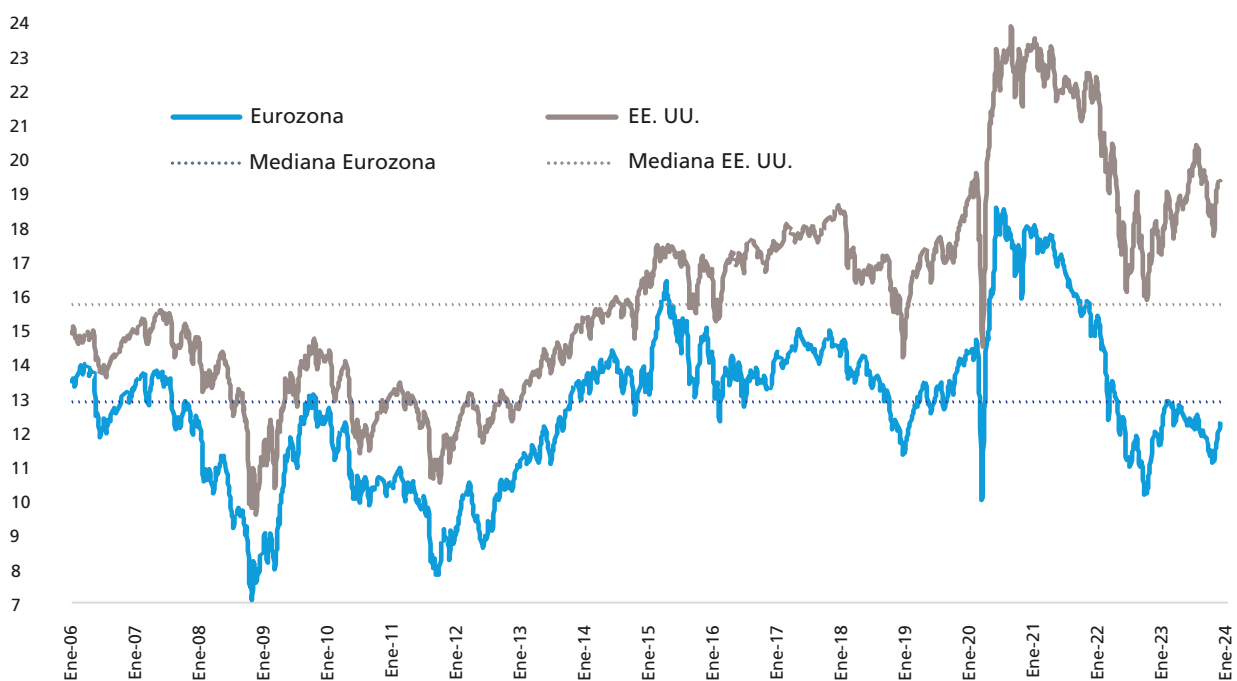
Hay muchas razones para que haya un descuento en el precio de los beneficios, pero las dos más importantes son mayor ciclicidad (o dependencia del ciclo) -pagamos menos

por los beneficios cuanto más volátiles sean y el crecimiento -cuanto más lento sea el ritmo de crecimiento de los beneficios menos estamos dispuestos a pagar por ellos-. El primer factor es una realidad en la diferencia de los índices, el peso de las compañías cíclicas es mayor en la bolsa europea que en la de EE. UU., el segundo no lo es, o más bien, no lo es si pensamos en el beneficio que recibe cada acción, aunque sí que lo es si miramos el beneficio predicho por el consenso de analistas. El beneficio de una empresa siempre es un cálculo con un cierto nivel de creatividad, para restringirla existen unas "Normas de Contabilidad Generalmente Aceptadas", pero el trabajo de un analista es anticipar qué beneficio va a enseñar una empresa, no qué beneficio es el que resultaría de limitar su creatividad (aunque el seguido también lo conoce, pero solo lo dirá si se lo preguntan específicamente). Esa es una fuente importante de diferencia en el "crecimiento" diferencial del beneficio en EE. UU., el sistema de remuneración en ese país, muy ligado al beneficio publicado,

incentiva mucho la creatividad. Pero la mayor fuente de diferencia está en tener en cuenta el verdadero número de acciones entre los que se reparte ese beneficio. En EE. UU. la compensación mediante la entrega de acciones está muy extendida, esas acciones "no existen" si solo miramos las acciones emitidas hasta el día de hoy, pero "si existen" si tenemos en cuenta las acciones que sabemos que se van a emitir en los próximos doce meses (y lo sabemos, está en alguna nota a pie de página de los inmensos volúmenes donde las empresas detallan sus resultados).

El beneficio por acción es lo que nos importa, y si no lo calculamos bien podemos llevarnos sorpresas desagradables. Desde el año 2012 el beneficio "Diluido y ajustado a las acciones realmente existentes" ha crecido un 17 % más en la Eurozona que en EE. UU., el publicado sin esos matices un 11 % menos, y el de consenso de los analistas un 23 %. A los analistas les pagan por adivinar el número publicado, a los accionista por el "Diluido y ajustado a las acciones realmente existentes".

PER con beneficios esperados en los próximos 12 meses



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.