

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



ENERO DE 2024



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

 **CaixaBank**
Banca Premier

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*

- Brotes verdes en la Eurozona
- Ganadores y perdedores

➤ *Renta fija*

- Dos ciclos de subidas de tipos, ¿iguales o diferentes?

➤ *Renta variable*

- No todo está caro.

➤ **Entorno de mercados**

Brotos verdes en la Eurozona.

La debilidad de la demanda doméstica en la Eurozona ha sido el fenómeno económico más característico del año 2023.

Con todo a su favor para consumir -creación de empleo, incrementos salariales y un enorme ahorro acumulado- los europeos se han resistido a comprar, y el gasto acumulado durante el año de las familias se sitúa, en términos reales, apenas un 0,7 % por encima del de 2022. Además el crecimiento ha ido decayendo, los datos del tercer trimestre son inferiores a los del mismo periodo de 2022.

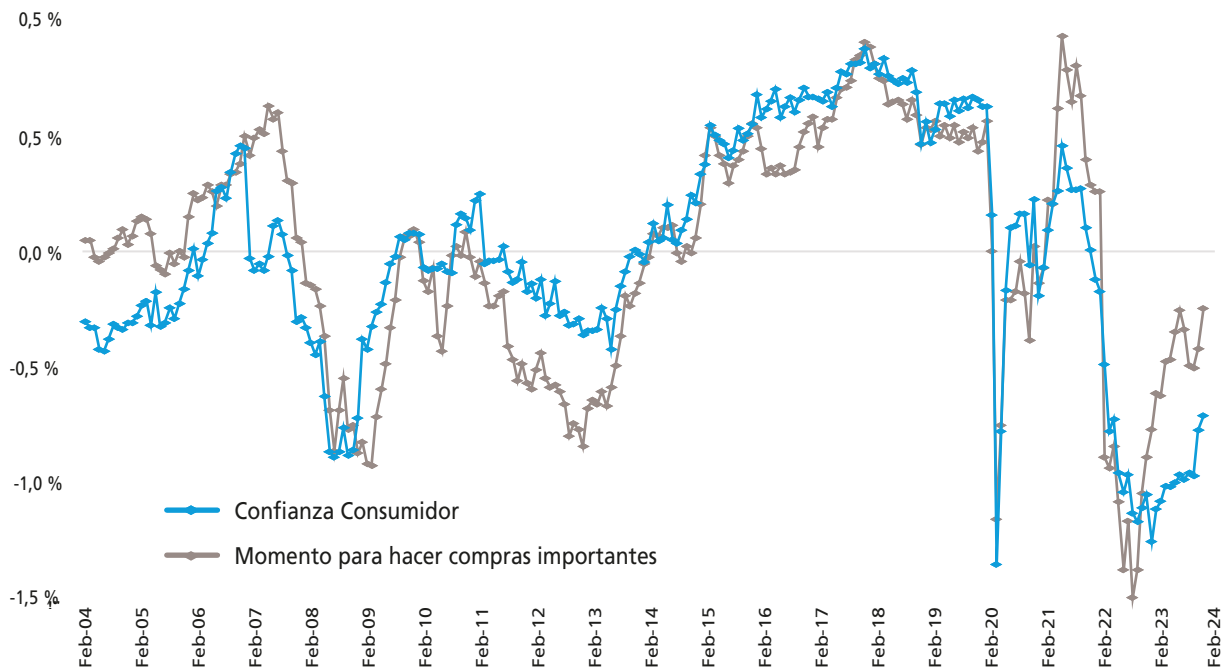
Es verdad que “la alegría va por barrios”, Alemania (y otros países industriales como Finlandia, Estonia o Eslovaquia) caen, mientras que los países más volcados al sector servicios suben, España y Grecia un 2% e Irlanda un 4% (los campeones son Malta, +8 %, y Chipre, +6 %).

La debilidad del consumo en la Europa Industrial es fruto, como ya hemos comentado, de la transformación del modelo de crecimiento, desde una industria exportadora hacia actividades, casi todas de servicios, ligadas a la demanda doméstica.

Y es que el mejor indicador que tenemos del ánimo de los consumidores, la encuesta mensual que realiza la Comisión Europea cayó, cuando Rusia invadió a Ucrania, a niveles inferiores a los de la crisis del 2008, la crisis del euro y la pandemia. El indicador tocó suelo a finales del año pasado, pero uno de sus subcomponentes más importantes, la opinión sobre si el momento presente es propicio para realizar compras importantes (automóviles o electrodomésticos) seguía muy deprimido, y sin embargo en crisis anteriores se adelantaba al indicador de confianza. Afortunadamente las cosas han cambiado en los dos últimos meses. La

recuperación de ese componente ha sido espectacular, mayor incluso que la de 2008. El indicador se adelanta un poco a la evolución del consumo, en 2008 las ventas al por menor hicieron suelo seis meses después del rebote inicial, si se cumple esa pauta para la primavera podemos ver las primeras sorpresas positivas en el consumo europeo, o más bien, alemán, que aquí no hemos parado.

Confianza del consumidor en la Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Entorno de mercados**

Ganadores y perdedores.

La invasión de Ucrania fue el catalizador para el proceso de “desglobalización” que estamos viviendo (y que seguirá acompañándonos durante mucho tiempo).

Los efectos son múltiples, la recolocación de las cadenas productivas hacia países “amigos” está consiguiendo que se haya alcanzado el pleno empleo en el mundo, a cambio de un notable incremento del paro en China.

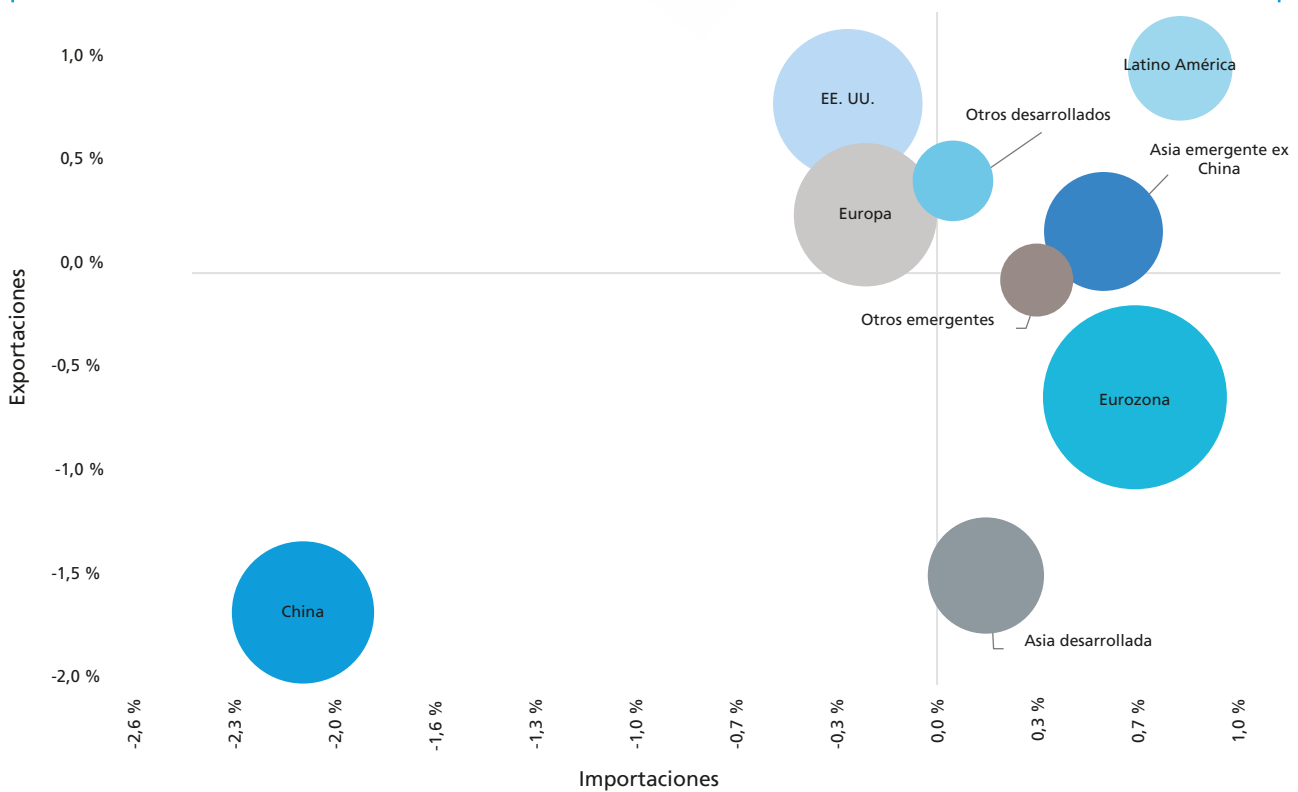
Con los datos de comercio que publica trimestralmente el Fondo Monetario Internacional podemos ver qué países han ido ocupando el lugar de China en las cadenas de producción. Los principales beneficiados son los países

emergentes de Latinoamérica, con incrementos de más del 10% en su cuota del mercado de exportaciones, seguidos del propio EE. UU., los emergentes del norte de África (especialmente Egipto y Marruecos) y de algunos asiáticos emergentes. Además de China es llamativa la pérdida de cuota de mercado exportador de la Eurozona y de Japón.

En el caso de China y de los ganadores entre los emergentes la variación de las exportaciones es similar a la de las importaciones, lo que muestra que es un fenómeno de relocalización puro, sin embargo, en EE. UU. la ganancia en exportaciones ocurre con una ligera caída en su cuota de importaciones, mientras que en Europa ocurre lo contrario. Ahí ya no es un caso de “ganadores y

perdedores” sino el efecto de ser exportador neto de materias primas para EE. UU., y la transformación inevitable del modelo de crecimiento en Europa hacia el consumo doméstico, una vez que la pérdida de la energía barata que provenía de Rusia nos ha hecho ser menos competitivos globalmente.

Valoración del peso en el comercio mundial. 2021-2023



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta fija**

Dos ciclos de subidas de tipos, ¿iguales o diferentes?

El único ciclo de subidas de tipos reciente en el que la Reserva Federal no tuvo que producir una recesión para controlar la inflación fue el que se inició en febrero de 1994, con los tipos al 3 %, y finalizó en febrero de 1995 con los tipos al 6 %.

Durante todo ese ciclo de subidas la economía se mantuvo fuerte, la creación de empleo (en media trimestral) no bajó de 800 mil empleos y el crecimiento de los salarios se mantuvo por encima del 2,5 %. Cuando acabó el ciclo de subidas el crecimiento de los salarios se aceleró hasta el 4 %, con un mercado de trabajo que no cesó de generar empleo, sin

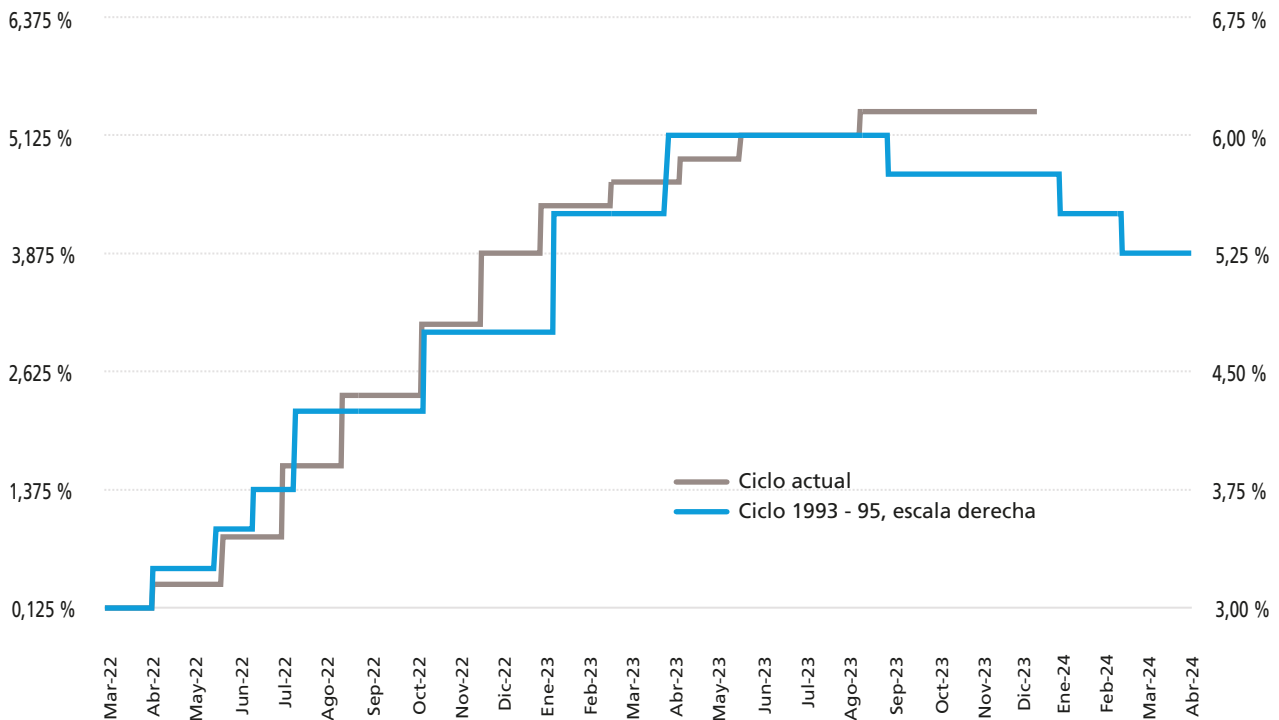
embargo, la inflación subyacente bajó del 2,3 % al 1,8 %.

El “milagro” se consiguió gracias a la aceleración de la productividad; el coste laboral relevante para el impacto en la inflación no es el de los salarios, si no el de “Unidad Producida”, si el salario de un trabajador sube un 4 % pero las unidades que produce suben un 3 % el “coste laboral por unidad producida” (CLUP) solo sube un 1 %. Eso es lo que ocurrió en el ciclo de principios de los 90, el CLUP pasó de subir un 4 % a estar por debajo del 2 %, pese a la aceleración de los salarios, gracias a un tirón de la productividad que pasó de estar casi estancada a crecer por encima del 2,5 % al año.

Pese a la contribución de la productividad la Reserva Federal no bajó la guardia, después de la última subida inició un tímido ciclo de bajadas que en los siguientes 12 meses redujo los tipos en 0,75 puntos, antes de iniciar un nuevo ciclo de subidas.

En el ciclo actual la esperanza del mercado es que se repita algo similar, pero mejorado y aumentado, con una bajada de tipos acumulada en los próximos 12 meses de más de 1,50 puntos. Puede ser, la productividad se está acelerando, pero hay que tener mucha fe para pensar que esa aceleración va a ser no ya mejor, si no al menos igual, que la de los 90. Veremos.

Dos ciclos de subidas de tipos en EE. UU.



➤ **Renta variable**

No todo está claro.

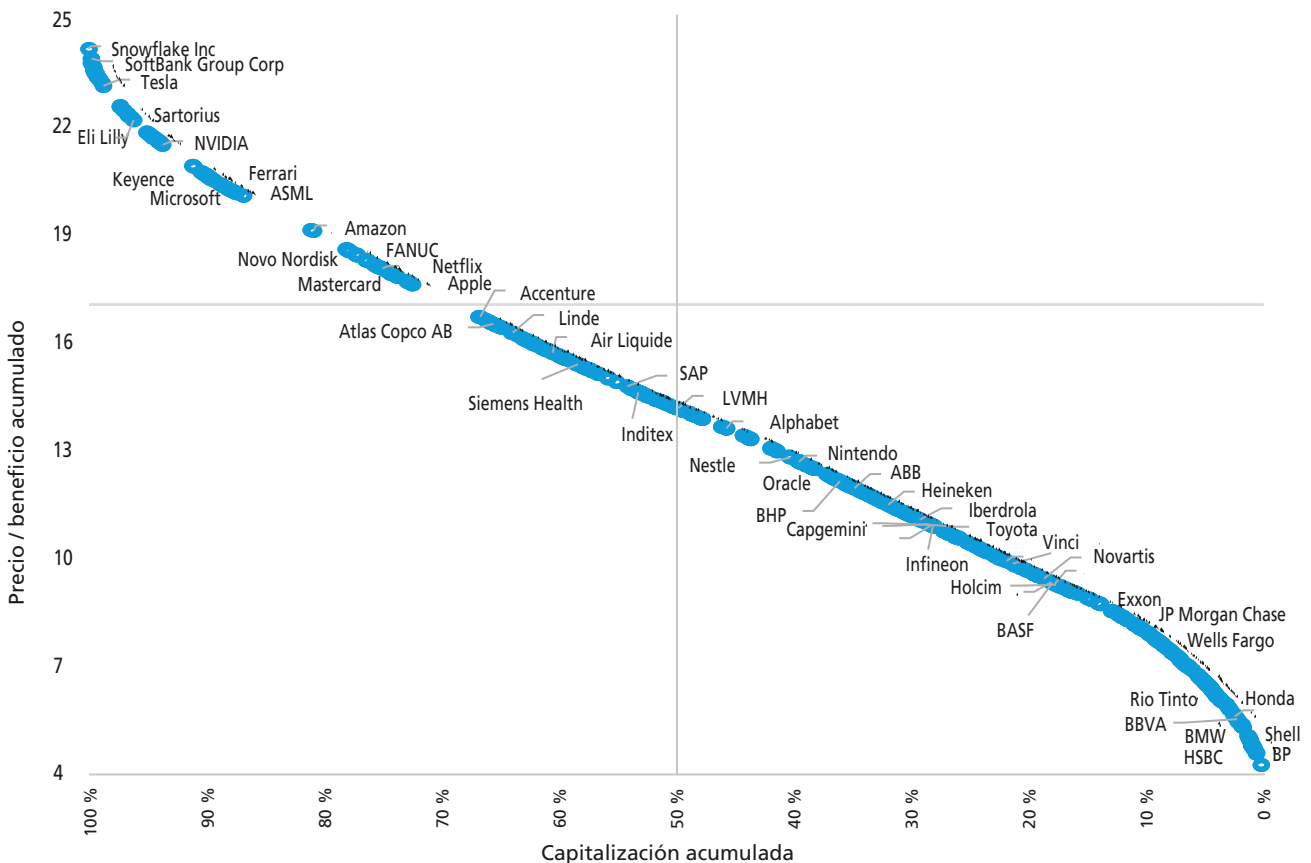
El índice de Bloomberg de empresas de bolsas desarrolladas de alta capitalización tiene 548 miembros, con una capitalización media de 90 mil millones de euros, del total hay 540 empresas con beneficios esperados positivos para el año 2024. Si dividimos el precio de cada acción por ese beneficio tenemos un múltiplo de precio sobre beneficio que va desde 240 veces para la empresa más cara (Snowflake, una empresa de servicios de "Big Data") hasta 4 veces para la más barata (Volkswagen); la media ponderada para todo el índice es de 24,2 veces, pero solo con quitar la empresa más cara baja a 23,9 veces, y solo renunciamos al 0,1 %

de la capitalización total. Si renunciamos a las 17 empresas más caras seguimos teniendo un 97 % de la capitalización total (y del total de empresas), pero el múltiplo es ya de 22,6 veces, y si renunciamos a las 100 más caras tenemos todavía 440 empresas para elegir la composición de la cartera, pero el múltiplo es de 16,5 veces. Entre esas 440 empresas tenemos a gigantes de Internet como Alphabet (matriz de Google), empresas claves en el desarrollo de la Inteligencia Artificial (ASML) o marcas tan establecidas como Nestlé o Coca-Cola.

No podemos decir que la bolsa está cara si tenemos tantas empresas, y tan variadas, con las que construir nuestra inversión.

Otra cosa es que en el último año a veces parecía que sin las "7 magníficas" no se podía estar invertido en bolsa, pero eso también está cambiando.

Bolsa desarrollada alta capitalización. Precio / Beneficio esperado en 2024



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.