

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



FEBRERO 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*
 - La productividad se anima.

- *Renta Fija*
 - Sigue la montaña rusa.

- *Renta Variable*
 - En Europa beneficios al alza, acciones a la baja.

- *Gráfico del mes*
 - Cuando todo va bien, los medianos van mejor.



Entorno de mercados

La productividad se anima.

Una piedra angular de nuestro escenario central es la productividad. Llevamos ya tiempo monitorizandola, analizandola y hablando de ella. Tiene sentido, por su capacidad de impactar sobre los márgenes empresariales e inflación a través de la mejora en los costes laborales por unidad producida. Es especialmente relevante, por tanto, en un año en el que la mejora de los beneficios y la bajada de tipos de interés de los Bancos Centrales -que la productividad habilita- son pilares clave en el desarrollo económico y de los mercados del presente ejercicio.

La productividad en EE. UU. se está acelerando, ya tenemos tres datos seguidos y el ritmo es contundente.

Esto es relevante dado que un mercado laboral en pleno empleo no va a permitir un ritmo de desaceleración suficientemente rápido de los salarios, siendo un obstáculo real para el control de la inflación de demanda que vive EE. UU. y, por tanto, para las decisiones de la Fed.

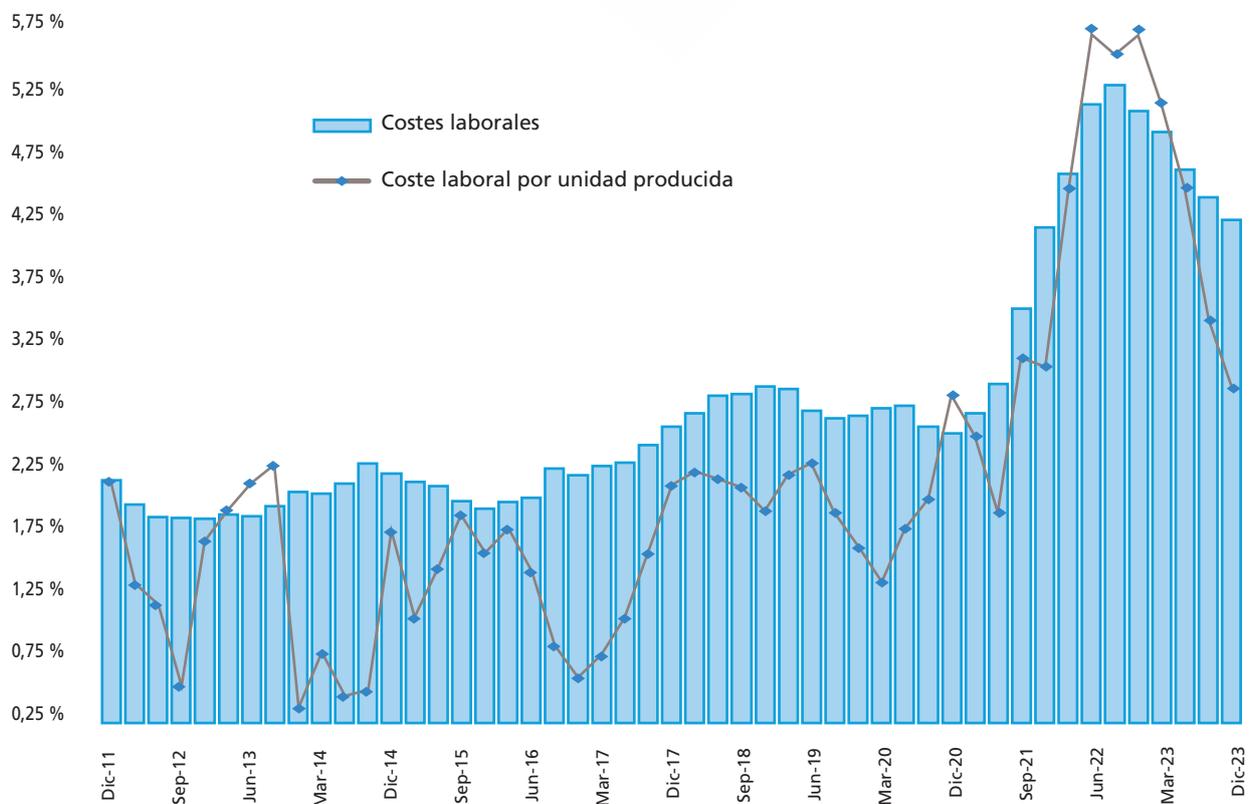
La productividad puede provocar una caída del coste laboral por unidad producida -"hacer más con menos"- compensando la presión salarial que existe.

Esto está ocurriendo ya, hemos visto un ritmo de crecimiento salarial de alrededor del 5 % y una productividad en torno al 3 % que deja unos costes laborales muy compatibles con los objetivos de inflación de la Fed. Lo que estamos viendo permite recuperar el ritmo que se inició en 2019 y que la pandemia interrumpió, volvemos a marcar crecimientos del 3,8 % en los últimos 5 años.

Recordemos que la salida del ciclo de subidas de tipos del año 95, la única de los últimos seis ciclos que no ha generado una recesión, tuvo a la productividad como herramienta de apoyo creciendo a ritmo del 3,6 %. El ritmo de hoy en día es superior y es un hito que nos confirma nuestra tesis de que la Fed va a poder bajar tipos, aunque seguimos pensando que menos de lo que descuenta el mercado, y de que es un año propicio para los activos de riesgo: la productividad permite mejora de márgenes y ésta mejora de beneficios que conllevan una mejora de las valoraciones.

Y todo esto sin haber visto todavía la asimilación e implementación universal de las capacidades que la inteligencia artificial deberá traer sobre el tejido empresarial.

EE. UU. Crecimiento anual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ **Renta Fija**

Sigue la montaña rusa.

A diferencia del mercado de Renta Variable, que tras la ruptura al alza del pasado 29 de enero parece haber abandonado el rango lateral en el que llevaba instalado durante los últimos tres años, en el caso de la Renta Fija pensamos que el optimismo de los inversores en este ciclo de subidas de tipos ha sido de tal calibre que es muy probable que el rango que se observa en el gráfico se mantenga incluso cuando la Reserva Federal empiece a bajar tipos.

Eso implica que podemos tener un rango aprovechable, pero volátil, en los tipos de interés durante todo el ciclo de bajadas y, a lo mejor, hasta el siguiente ciclo de

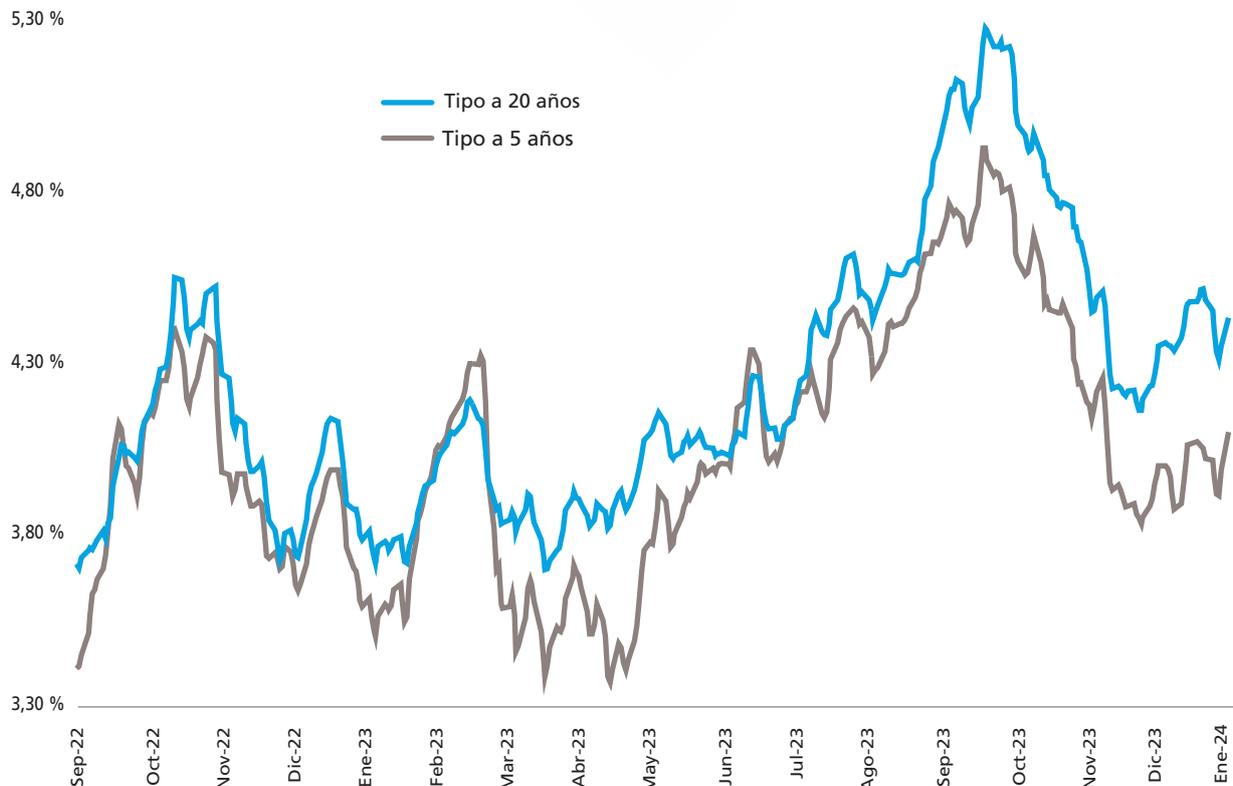
subidas. No parece que más allá de cinco años podamos volver a entrar en una tendencia clara de bajada de tipos.

Es importante recordarlo porque lo malo de estos vaivenes de volatilidad es que uno nunca se sabe cuando te va a tocar el movimiento malo y dependiendo del momento en el que suceda la foto de la cartera puede verse negativamente afectada.

Eso nos lleva a reforzar el mensaje de que tenemos mucha más convicción en los tramos cortos de la curva de tipos de interés, los cuales van a estar muy anclados por las bajadas de tipos de los Bancos Centrales –aunque éstas no sean tan grandes como descuenta el mercado–.

En el caso de los plazos largos habrá que adoptar una posición de tacticismo: la volatilidad nos va a permitir usar el rango, pero siempre que seamos capaces de mantener la disciplina y no nos olvidemos de vender cuando los tipos estén la parte baja del rango.

Sigue la montaña rusa



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta Variable**

En Europa beneficios al alza, acciones a la baja.

Hablamos constantemente de las valoraciones de Estados Unidos y de la Eurozona en términos comparativos, ¿a qué ratios cotiza una u otra?, ¿qué descuento ha de tener una bolsa u otra?. En resumen, ¿cuál es la más atractiva a los ojos de los inversores?

Analizando el beneficio por acción de las acciones europeas del año 2023 se observa una subida más que razonable en un entorno de debilidad de la Eurozona. Una primera aproximación puede ser la internacionalización de las compañías no tan sujetas al propio devenir de la economía europea, y en parte será por esto. Pero también es debido a la recompra

de acciones por parte de las propias empresas, algo que no es tan habitual en el mercado europeo como en el americano.

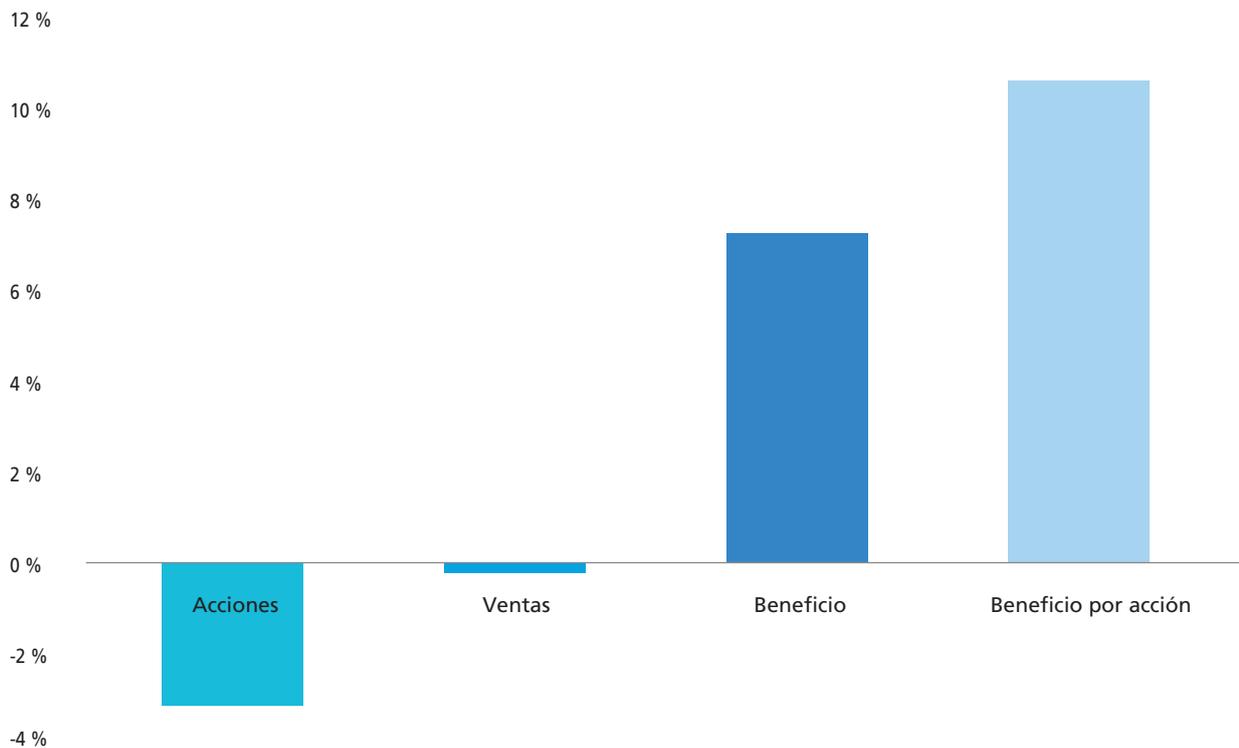
El hecho que la bolsa europea cotice a ratios que se consideran atractivos y por debajo de sus medias históricas, ha animado a las propias compañías a recomprar sus propias acciones al considerar que están baratas y a amortizarlas.

Esta práctica tiene efectos muy valiosos para los accionistas o posibles compradores. Por un lado, al haber menos acciones en circulación, el beneficio por acción de la empresa sube, ya que el denominador es menor y el numerador se mantiene (beneficio total de la

compañía/número de acciones en circulación), lo que las hace más atractivas para los inversores. Además, las compañías realizan estas prácticas habitualmente con los excesos de tesorería que mantienen, mejorando incluso el balance de la compañía con la parte de tesorería que no dedican a la recompra de acciones.

En 2023 ha habido una recompra por parte de las compañías de aproximadamente el 3 % de las acciones en circulación, lo que ha supuesto que el beneficio se haya incrementado en aproximadamente un 3 % adicional sin este efecto. Estos planes de recompra de acciones de las compañías son un acicate para que la bolsa europea tenga un buen desempeño en 2024.

Variación en 2023. Más beneficio entre menos acciones



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta variable**

Cuando todo va bien, los medianos van mejor.

El pasado mes poníamos el foco en la distorsión que genera en los índices la popularidad entre los inversores de las "7 magníficas", -las mayores empresas tecnológicas-. Este 2024 esa tendencia se mantiene: cuatro de ellas (Nvidia, Microsoft, Meta y Amazon) aportan más rentabilidad al S&P500, principal índice USA, que las otras 496 compañías.

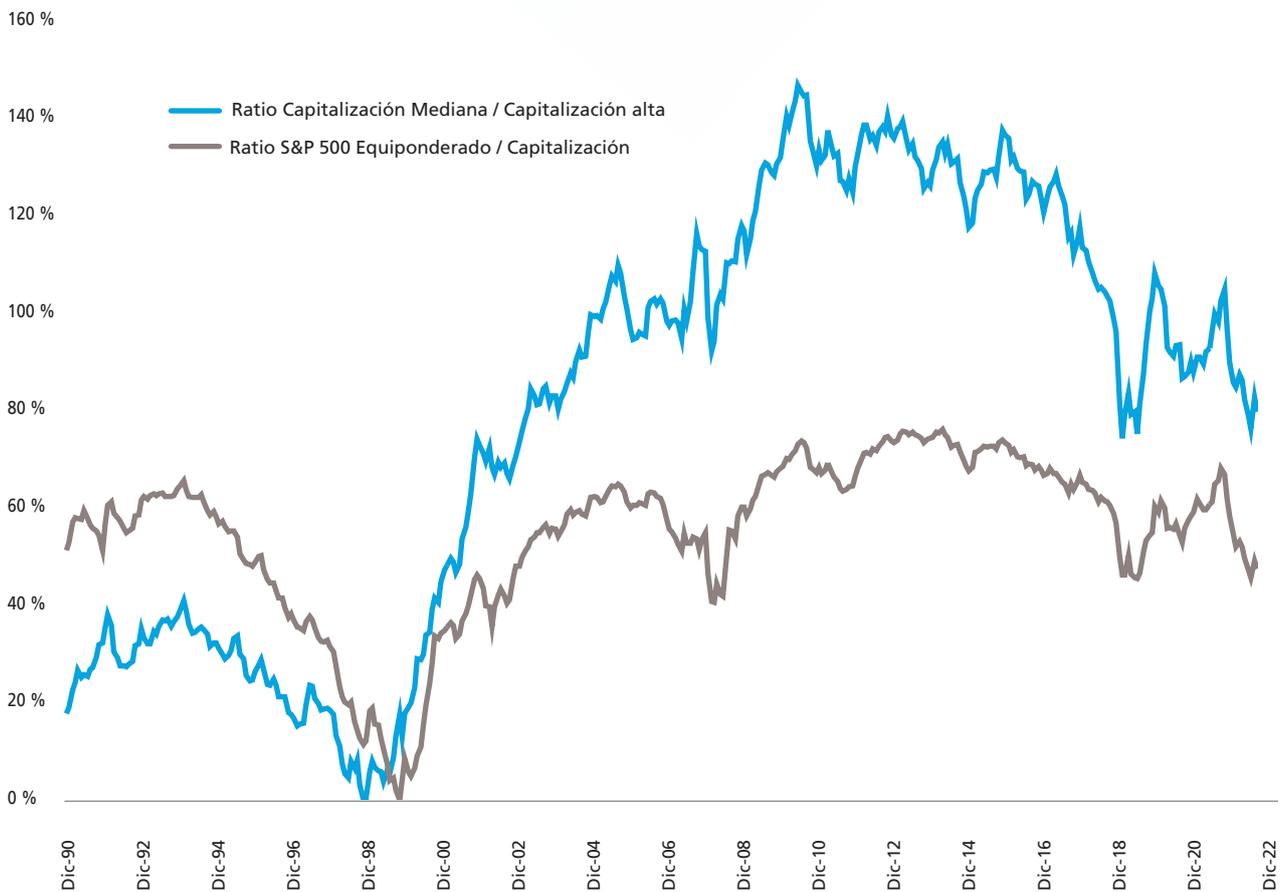
Esa concentración de la rentabilidad suele producirse en momentos en los que el crecimiento económico es escaso y el mercado está dispuesto a sobrepagar por él.

Sin embargo, en nuestro escenario para 2024 el crecimiento será abundante, y entonces todas las empresas se beneficiarán de ello provocando una rotación dentro del mercado.

Históricamente las empresas pequeñas y medianas tienen una mayor sensibilidad al ciclo económico, algo que se refleja en el buen comportamiento que tuvieron en las recuperaciones posteriores a la crisis del 2000 y 2008. Entre éstas tenemos una clara preferencia por las empresas medianas, que tienen una ecuación riesgo-beneficio muy interesante. Gozan de las mismas ventajas que las pequeñas (ciclicidad, valoración en mínimos) y menos inconvenientes.

En EE. UU. hay un 40 % de empresas pequeñas en pérdidas, mientras que en las medianas ese porcentaje cae a menos de la mitad. Además, la composición sectorial también es muy adecuada en este entorno: las empresas industriales son las más representadas con más de un 20 % del índice americano, mientras que la presencia de tecnología cae a la mitad respecto a las empresas grandes. Finalmente, la revisión de los beneficios de los próximos trimestres de las empresas medianas es mucho más parecida, para bien, a las grandes que a las pequeñas

Los medianos mejoran



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.