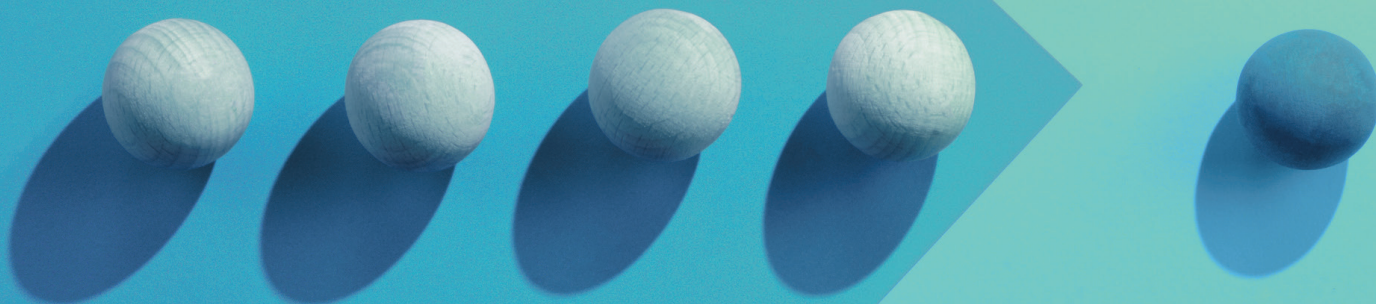


DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



ABRIL DE 2024



Mejor Banco en España 2023



Mejor Banco Digital en Europa Occidental 2023



Mejor Banco en España y en Europa Occidental 2023



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 recesión que nunca llega
 - Europa, para crecer hay que venir al sur

- *Renta Fija*
 - Divergencias centrales

- *Renta Variable*
 - Sube el precio, pero no está más caro



➤ **Entorno de mercados**

La recesión que nunca llega.

Hace doce meses el consenso de los economistas que hacen públicas sus previsiones esperaban un crecimiento para 2023 inferior al 1 % para la economía de EE. UU., lo que suponía una caída del 50 % respecto al crecimiento de 2022 (1,9 %). En realidad, el crecimiento se aceleró y subió hasta el 2,5 %.

Para este año la previsión era, en diciembre, del 1,2 %, y ya vamos por el 2 %. La previsión va, como es normal, por detrás de la realidad. El crecimiento económico, lejos de frenarse, está acelerándose y no solo en Estado Unidos.

El indicador adelantado de crecimiento que elabora la OCDE es un, excelente, medidor de la variación en la velocidad de crecimiento (un "acelerómetro" en vez de un velocímetro), y eso hace que sea muy bueno identificando los puntos de inflexión en la velocidad.

Lo que nos muestra es que el crecimiento económico en el conjunto de los países

observados dejó de frenarse hacia el otoño de 2023 y ha vuelto a acelerarse desde entonces. El perfil está marcado por EE. UU., pero también podemos observar que en la Eurozona la aceleración -moderada, pero aceleración- que empezó en verano del año pasado se mantiene, y que incluso China (que no pertenece a la OCDE), tocó el suelo de su frenada en diciembre.

Hay que pararse a considerar la extrañeza de lo que está ocurriendo, la subida de tipos más agresiva de los últimos 40 años no ha conseguido frenar a la economía, y eso viniendo de una situación en la que se consideraba necesario tener tipos negativos para no ahogar un crecimiento muy frágil. El crecimiento económico ha pasado de tener el vigor de una "flor de invernadero" al de una "mala hierba" que, como nos recuerda el refrán, "nunca muere".

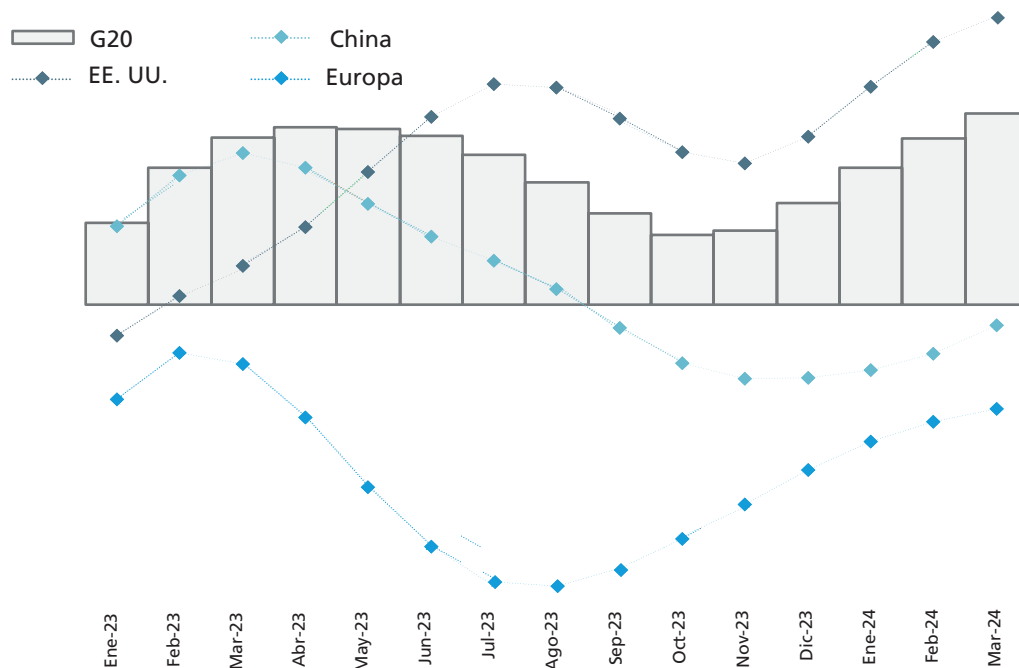
Podemos describir lo que los juristas llaman "causa próxima" del fenómeno; el crecimiento se acelera porque los ingresos de las familias y los beneficios

de las empresas crecen, pero no podemos ocultar que ignoramos (todos, no es un problema del eficazísimo Servicio de Estudios de CaixaBank) la "causa eficiente", ¿Por qué la actividad que produce ese incremento de ingresos y beneficios no se frena?. Nuestra ignorancia nos recuerda, en reflejo especular, la situación posterior a la crisis de 2008, cuando las bajadas de tipos no conseguían, ni cuando eran negativos, reactivar el crecimiento. No es difícil que detrás de todo esto están los "espíritus animales" que Keynes señalaba como la base de las decisiones económicas, los que nos permiten actuar con confianza (mayor o menor) ante un futuro que es incognoscible: cuando impera el temor nada nos anima a gastar, cuando domina la confianza es difícil desanimarnos. Nadie ha conseguido modelizar (para poder predecir) esos espíritus, pero la experiencia nos enseña que son duraderos.

El vigor del crecimiento nos puede acompañar mucho tiempo, disfrutémolos.

Aceleración de la actividad económica.

Variación del indicador adelantado de crecimiento de la OCDE



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Entorno de mercados

Europa, para crecer hay que venir al sur.

La recuperación de la actividad desde 2019 ha abierto una enorme brecha en Europa, una periferia, en el sur y el oeste, floreciente contrasta con la atonía del centro y el norte.

Desde 2019 las economías de Grecia y Portugal han crecido un 6 %, la de Italia un 3,5 % y la de España un 2,5 %, ¿y Alemania? un 0,7 %; la venganza de los PIGS, el despectivo acrónimo que se puso de moda usar durante la crisis de 2008 - 2012 para referirse a Portugal, Italia, Grecia y España (Spain).

Pero es falso que ese sea un fenómeno reciente, España y Portugal llevan 10 años creciendo más que Alemania, Grecia e Italia 7 años, etc. Si consideramos el crecimiento desde el mínimo posterior a la crisis del euro la

diferencia de crecimiento anual es superior a un 1% (cada año) para todos esos países.

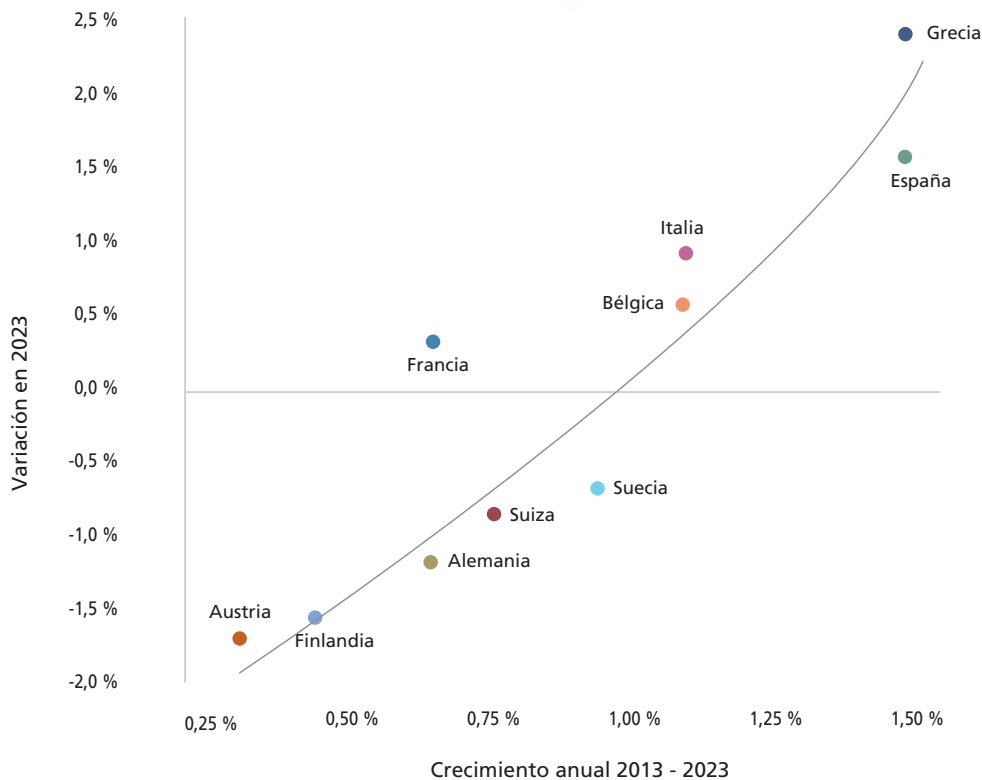
Es cierto que la diferencia se ha acelerado desde 2019, y es fácil explicar por qué, Alemania tiene que movilizar una parte muy importante de sus factores de producción (trabajadores y capital) de la demanda externa (exportaciones) a la doméstica.

Pero, ¿qué explica el mejor comportamiento previo a 2019 que pasó desapercibido?. En nuestra opinión en la explicación encontramos un motivo para confiar en el futuro del crecimiento alemán; las economías periféricas se reinventaron durante la crisis de 2008 a 2012, en sentido inverso al que ahora debe realizar Alemania (de gastar dentro a exportar), y una estructura económica "recién puesta" tiene más capacidad de crecimiento (adopción de las últimas

tecnologías, ausencia de empresas que decaen lentamente, etc.) que una madura. Alemania nos volverá a sorprender a todos por su capacidad de crecer, cuando finalice la transición. El proceso debería ser más rápido que para nosotros, es más fácil aprender a gastar que a ahorrar y exportar. ¿Y la periferia?, pues depende de lo que hagamos con los años de bonanza, si los aprovechamos para mejorar nuestra competitividad seguiremos vigorosos, si los desaprovechamos, lo contrario, y no es tan fácil como lo presenta la prensa juzgar si los estamos aprovechando (sí cuando gobierna el color de la línea editorial de cada medio, no en caso contrario).

Todos hacemos cosas bien y cosas mal, y el neto lo conoceremos cuando la realidad nos someta a una prueba.

Crecimiento del PIB per cápita real



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Fija

Divergencias centrales.

El buen comportamiento de las economías periféricas palidece comparándolo con el de EE. UU; si aquí hemos crecido desde 2019 un 3,5 % en EE. UU. ha sido un 8 %. Lo mismo pasa con los precios, en el mismo periodo en la Eurozona han subido un 20 % y en Estados Unidos un 23 %, y si quitamos la energía la subida ha sido del 14 % y del 21 % respectivamente.

La inflación ya está mejorando, pero aquí más. En diciembre la inflación era del 2,9 % a ambos lados del Atlántico, en marzo los precios en la Eurozona subieron, respecto a marzo del año pasado, un 2,5 % (o 2,9 % sin la energía), en

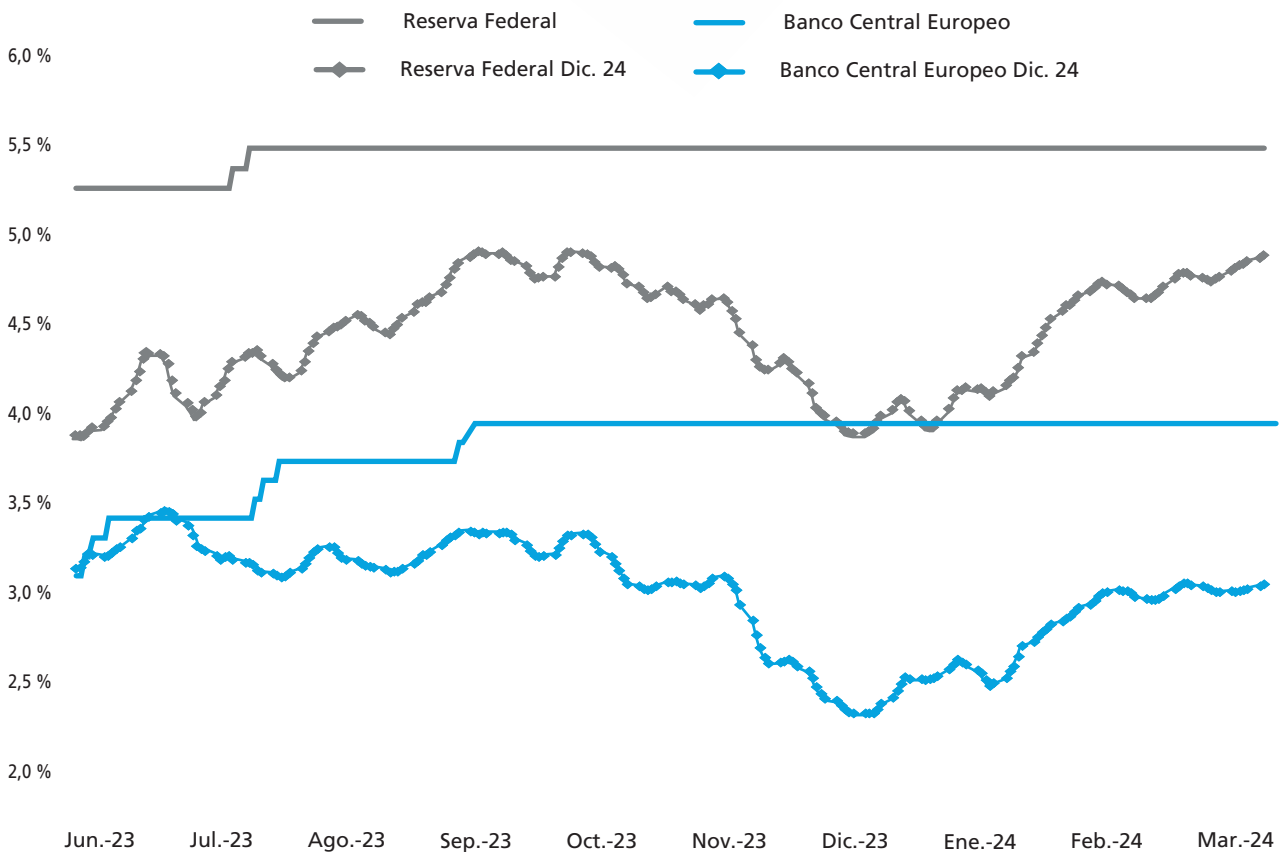
EE. UU. un 3,5 % (3,8 % sin energía); los precios se han acelerado más de medio punto en Estados Unidos y se han frenado lo mismo en la Eurozona.

Sin embargo, si uno escucha a los respectivos Bancos Centrales, parece que los papeles se invierten; la Reserva Federal nos dice que, aunque no sabe cuándo empezará a bajar los tipos, durante este año los reducirá en 0,75 puntos; el Banco Central Europeo tiene más claro cuándo hará el primer movimiento, en junio, pero a partir de ahí todo queda al albur de la evolución de los datos económicos, no nos promete nada.

La postura del BCE parece menos acomodaticia que la de la Fed, pero no

ha sido esa la lectura de los mercados; si en enero los inversores apostaban a que los tipos en bajarían casi 1,5 puntos tanto en EE. UU. como aquí, ahora en América ni siquiera se creen los 0,75 que promete su Banco Central -descuentan 0,4- mientras que en la Eurozona la apuesta es por una bajada de 0,8 puntos. La política de comunicación de ambos Bancos no ha cambiado en los últimos años, y durante los años previos a la pandemia los europeos envidiábamos la claridad de la Reserva Federal, y veíamos la prudencia del BCE contraproducente, pero en este ciclo parece que va a ocurrir lo contrario.

Divergencia Central



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Variable

Sube el precio, pero no está más caro.

Con frecuencia olvidamos lo que estamos comprando cuando adquirimos las acciones de una empresa.

Cuando pagamos por adquirir un bien es fácil saber qué compramos y lo mismo ocurre con la compra de un servicio. ¿Qué compramos cuando adquirimos una acción? Los beneficios futuros que genere la empresa que ha emitido esa acción.

Eso pone de manifiesto lo absurdo de pensar que si el precio de una acción sube estará más cara (o si baja más barata); no pagamos por la acción, pagamos por los beneficios, si los beneficios han subido lo mismo que el precio de la acción no estará ni más cara ni más barata, y si han subido más puede que, con un precio más alto, esté más barata.

Lo que creemos que van a hacer los beneficios a futuro nos importa tanto, o más, que lo que hayan hecho en el pasado. Que en los dos últimos años el beneficio haya subido más que el precio

(que es lo que ocurre en este momento en los índices de la Eurozona) es bueno, el "precio por el beneficio pasado" ha bajado, compramos más barato, pero ¿qué ocurrirá durante los próximos años? No lo sabemos, y recurrimos a un truco, que Francis Galton descubrió hacia 1906. En las ferias de ganado de la época se realizaba una especie de quiniela, se establecía un premio a quien adivinase el peso de los animales vencedores, se podía participar comprando billetes y el premio consistía en la recaudación total (menos la comisión del organizador, eso no ha cambiado). Llevado por su curiosidad científica pidió que le dejaran ver las apuestas realizadas y descubrió que, en todos los casos que pudo estudiar, la media de las apuestas estaba más cerca del peso real que la mejor de las apuestas, había nacido una potente herramienta científica, la sabiduría de la multitud (*wisdom of the crowd*).

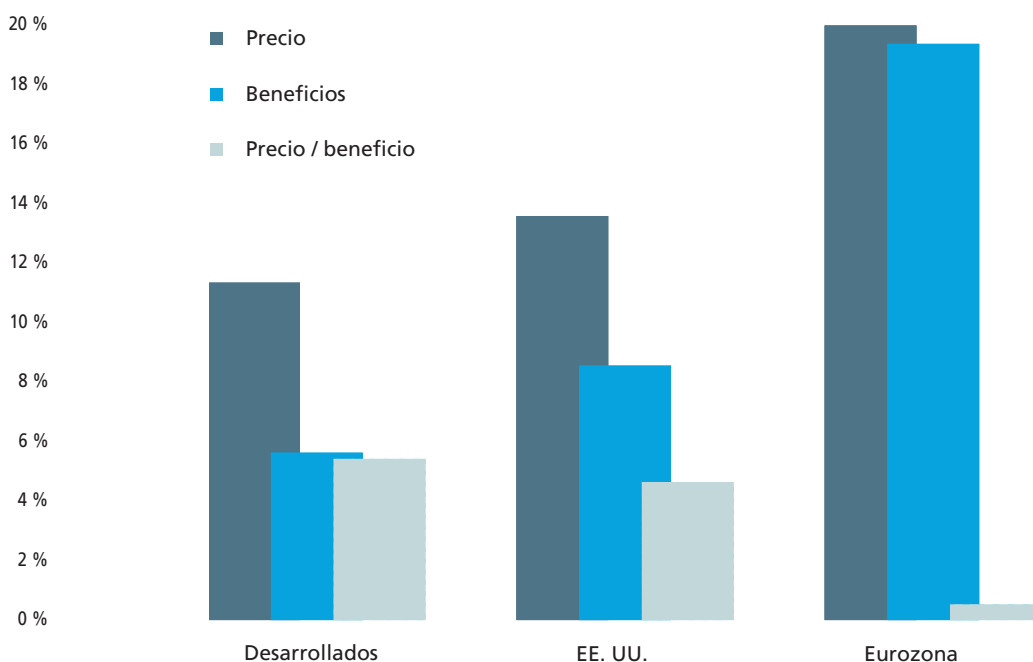
Podemos utilizar esa herramienta usando el "precio por la media del beneficio esperado por los analistas que siguen a esa compañía" o, más resumidamente, el

beneficio de consenso. Los analistas no son infalibles y, sobre todo, solo alcanzan a vislumbrar un futuro muy cercano, por lo que es mejor no irse a una previsión muy lejana; usamos el consenso para los próximos doce meses, pero eso ya nos da una muy buena pista para horizontes más largos, el crecimiento tiene mucha inercia, y si el beneficio futuro de consenso hoy es mayor que el de hace tres meses, lo más probable es que el de dentro de tres meses también sea mayor que el de hoy.

Este largo excursus metodológico nos sirve para saber si la subida del precio de las acciones nos ha dejado una bolsa en la que el "precio por el beneficio esperado" es más caro, y la respuesta es que un poco para el conjunto de las bolsas de países desarrollados y nada para la bolsa de la Eurozona, en los dos últimos años el precio ha subido un 19 % y el beneficio esperado un 18,5 %, además el beneficio esperado hoy es mayor que el de hace tres meses, así que el de julio será muy probablemente mayor que el de hoy.

Los precios de las acciones suben, pero no están más caras.

Índices de Bolsa. Evolución marzo 22 - marzo 24



Fuente: Bloomberg y elaboración propia