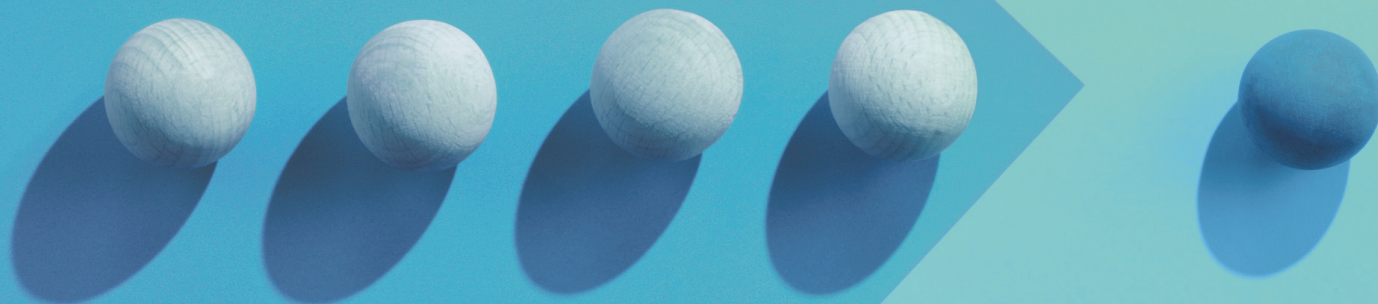


DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



ENERO DE 2025



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2024

 **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***

- Alemania – Crisis ¿Qué crisis? II
- Mercado de trabajo, igual de tensionado

➤ ***Renta Fija***

- Bancos Centrales, demasiada divergencia

➤ ***Renta Variable***

- Bolsa y Tipos

Entorno de mercados

Alemania - Crisis ¿Qué crisis? II

El crecimiento de las ventas al por menor en Alemania nos parece tan espectacular que, a riesgo de resultar cansinos, volvemos a hablar de ello en menos de tres meses.

En noviembre decíamos que las ventas habían crecido “inesperadamente” un 3,8 %, pero desde entonces ese dato se ha revisado al alza, hasta el 4,4 %, el dato de octubre fue de un 2,4 % y el de noviembre un 3,2 %. La serie mensual es volátil, pero usando una media de tres meses el crecimiento es del 3,3 %. Para

hacernos una idea en España, que va muy bien, el crecimiento medio de este año ha sido del 1,6 % y en EE. UU. del 0 %.

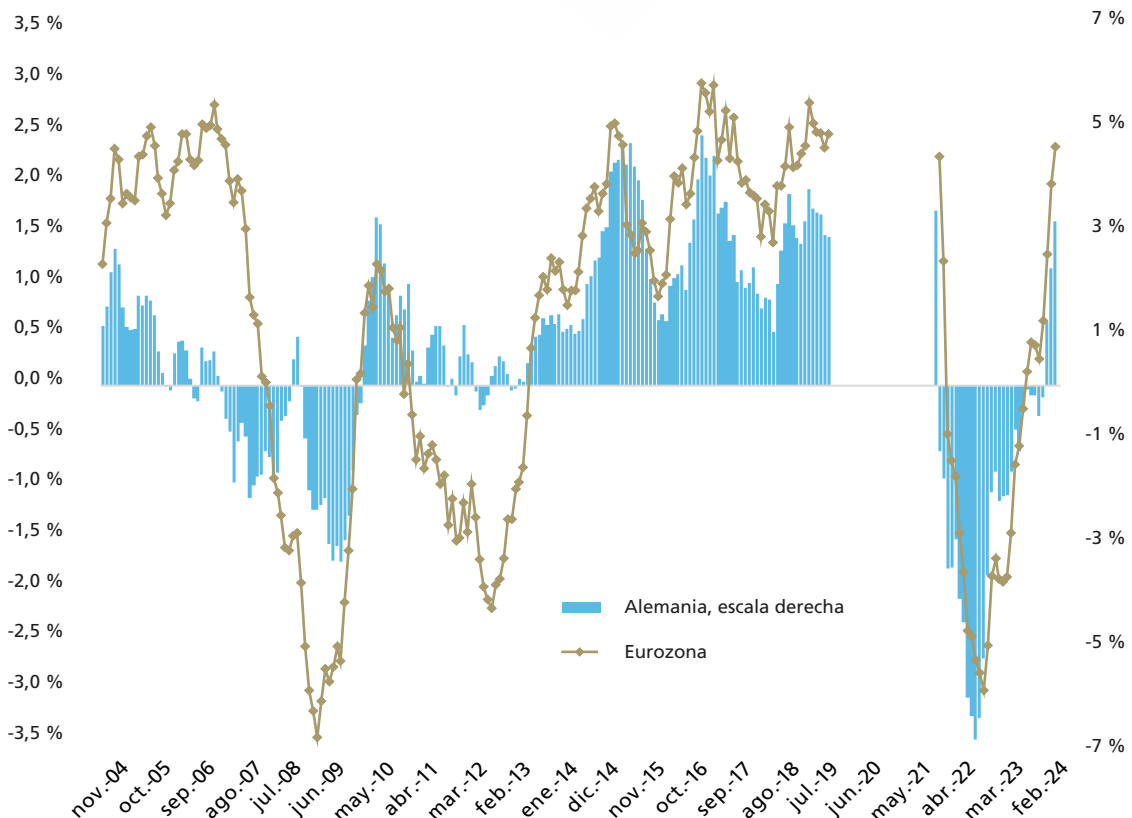
Es verdad que la serie de ventas al por menor solo nos habla del gasto en bienes, que supone un 45 % del gasto total de los hogares (el resto es en servicios), pero si la relación histórica se mantiene el crecimiento del gasto de los hogares podría acabar el año por encima del 1 %.

No solo es llamativo el crecimiento, también la aceleración, en junio el crecimiento era todavía negativo. De los grandes países de la Eurozona Alemania ha pasado de ser el peor en verano al mejor en otoño.

Las ventas al por menor no son el único indicador positivo; la creación de empleo, que había ralentizado su ritmo de crecimiento hasta mayo, se ha vuelto a acelerar, lo que se ha traducido en una reducción de la tasa de paro, que ha ayudado a llevar el paro de la Eurozona a su nivel mínimo histórico.

Alemania no está en crisis, al revés, tiene un crecimiento económico positivo que, y eso es lo más importante, se está acelerando. Veremos cuántos datos son necesarios para matar el relato de la “Crisis Alemana”.

Ventas al por menor. Crecimiento anual (media de cuatro meses)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Entorno de mercados

Mercado de trabajo, igual de tensionado

El paro en la Eurozona es del 6,3 % y en EE. UU. del 4,1 %, lo que parece indicar que el mercado de trabajo está más tensionado al otro lado del Atlántico. Sin embargo, el 6,3 % es el mínimo histórico, mientras que en EE. UU. fue un 3,5 %.

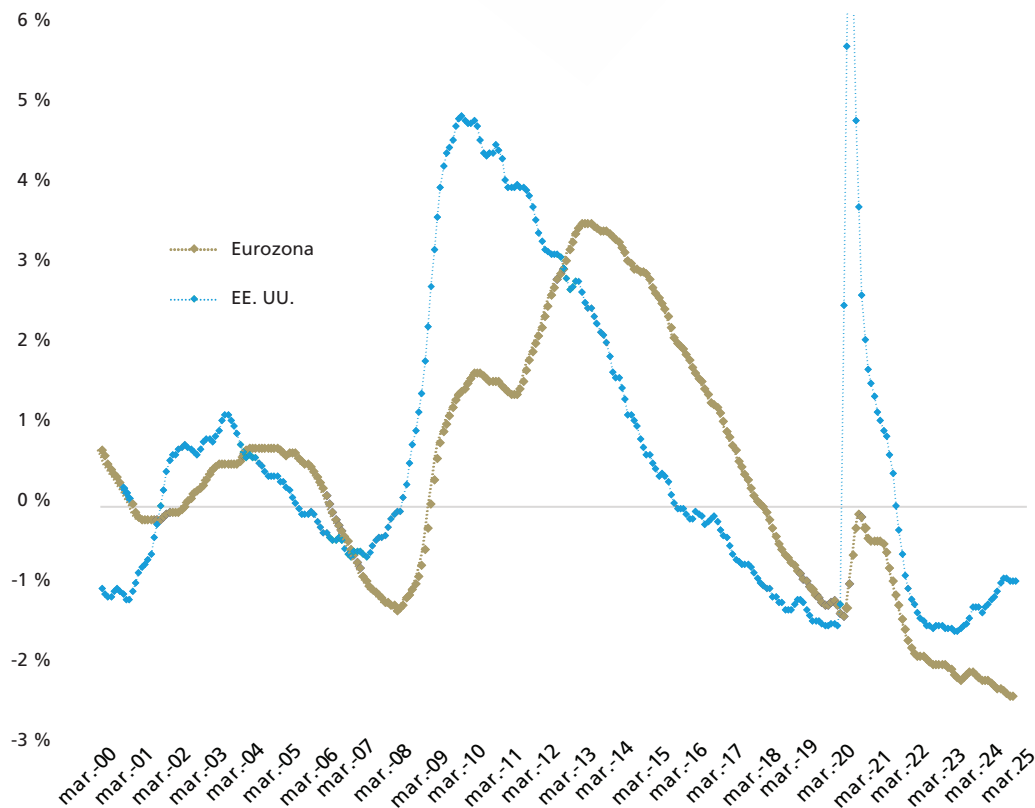
Una medida más apropiada es ver qué diferencia hay entre el nivel actual y niveles anteriores de pleno empleo. Si usamos la fase expansiva de 2005 a 2008 el paro en la Eurozona se encuentra 1,4 puntos por debajo, y el de EE. UU. 0,5. Si somos más restrictivos y tomamos la diferencia entre

el nivel mínimo anterior a 2020 y el actual la Eurozona está un punto por debajo, y EE. UU. 0,5 puntos por encima. Otra forma de verlo es con el número de parados; respecto al nivel mínimo previo a la pandemia el paro en la Eurozona ha caído en un millón de personas, en EE. UU. ha subido 1,1 millones. No parece, así visto, que el mercado de trabajo esté menos tensionado en la Eurozona, más bien lo contrario.

Otro indicio de que la tensión es mayor nos lo da el incremento de la participación laboral. La Eurozona ha transformado un incremento de la población de 1,2 millones en un incremento de la oferta de trabajo

(personas dispuestas a trabajar, tanto empleadas o buscando empleo) de casi 5 millones, si no fuese así la tasa de paro sería del 4 %, en EE. UU., sin embargo, la oferta de trabajo ha crecido con la población. De hecho, en diciembre de 2019 la población activa era el 73,7 % de la población en edad de trabajar en la Eurozona y el 74,4 % en EE. UU., en septiembre de este año el porcentaje en la Eurozona era 75,6 % y en EE. UU. 74,9 %. Normalmente la gente se anima a participar en el mercado de trabajo si la escasez hace que mejoren las condiciones de los trabajadores, y eso es lo que está pasando en la Eurozona.

Tasa de paro. Desviación respecto a la media 2000 - 2008



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

➤ Renta Fija

Bancos Centrales, demasiada divergencia

La economía, al menos el empleo, crece a un ritmo muy similar en EE. UU. y en la Eurozona. La inflación subyacente se ha estancado, también de manera muy similar, en ambas regiones y, sin embargo, el mercado espera una evolución muy distinta por parte de sus dos Bancos Centrales, menos de 0,4 puntos de bajada para la Reserva Federal en los próximos doce meses frente a 1 punto para el Banco Central Europeo.

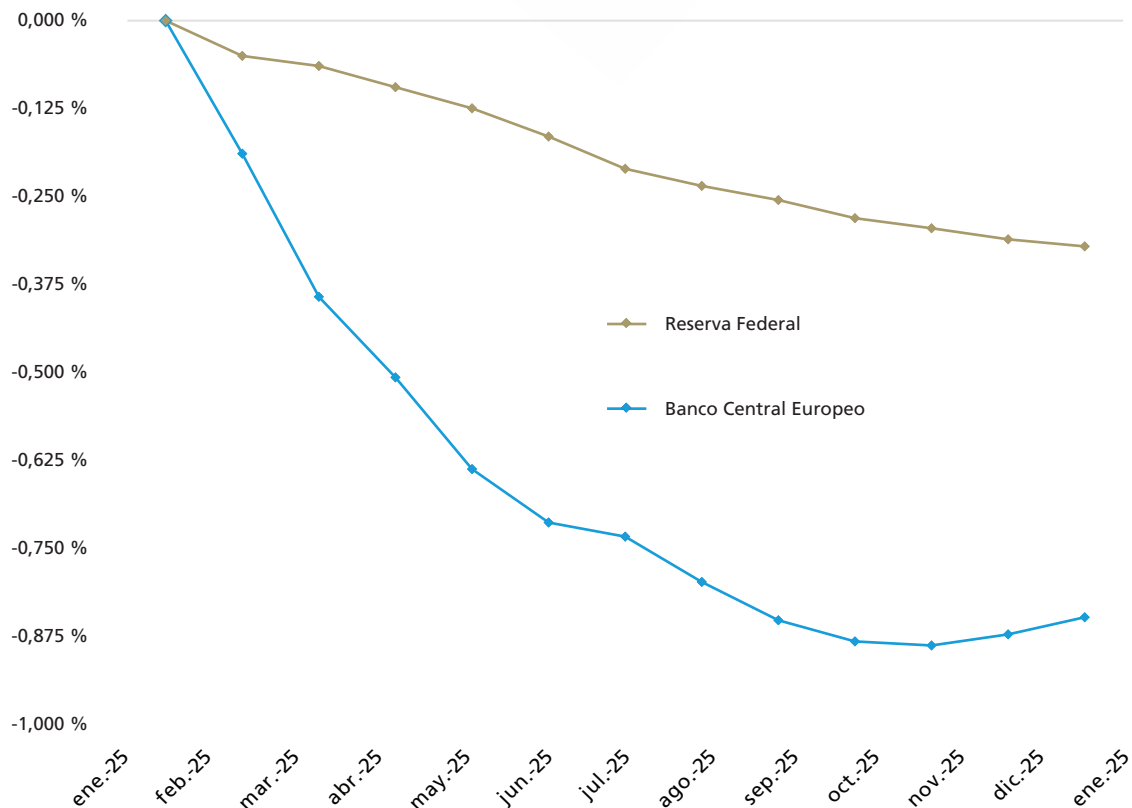
Desde el punto de vista estrictamente

económico y teniendo en cuenta la asimetría en el mandato de cada banco, dual para la Reserva Federal (máximo empleo con precios estables) y único para el Banco Central Europeo (precios estables) sería más lógico que la asimetría fuese en sentido contrario, menos bajadas en la Eurozona que en EE. UU.

La diferencia de tipos -1,4 puntos a favor de EE. UU.- no parece que se justifique por la diferencia en la inflación, 2,8 % de media en el último año tanto aquí como en Estados Unidos; más bien es un anacronismo de cuando, antes de la pandemia, la inflación era un punto superior de media en EE. UU.

Quizás la política pueda explicar parte de la divergencia; Trump es, potencialmente, un factor inflacionista y eso justificaría algo más de prudencia por parte de la Reserva Federal, pero si, como creemos, las políticas de Trump van a ser más ruido que nueces eso se irá disipando y ambos bancos deberían bajar los tipos hasta quedar cerca (pero por debajo), de la inflación. En la Eurozona no estamos muy lejos de ese nivel, así que lo más probable es que acabemos viendo mayores bajadas en Estados Unidos.

Tipos de intervención. Variación respecto al nivel actual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Variable

Bolsa y Tipos

La relación entre el precio de la bolsa, es decir, lo que pagamos por los beneficios, y el tipo de interés de largo plazo debería ser inversamente proporcional.

Si pensamos que el precio que pagamos no es solo por los beneficios de este año si no por todo el flujo de beneficios futuros descontados a su valor presente llegamos rápidamente a formulaciones que igualan el valor de una acción a expresiones del tipo $\text{Precio} = (\text{Beneficio actual}) / (\text{Tasa de retorno exigida} - \text{Crecimiento esperado del beneficio})$ y en algún punto la tasa de retorno exigida debe contener el tipo de interés de largo plazo de los bonos del tesoro en una fórmula del tipo Tasa de

retorno exigida = Prima de riesgo de la bolsa + tipo libre de riesgo.

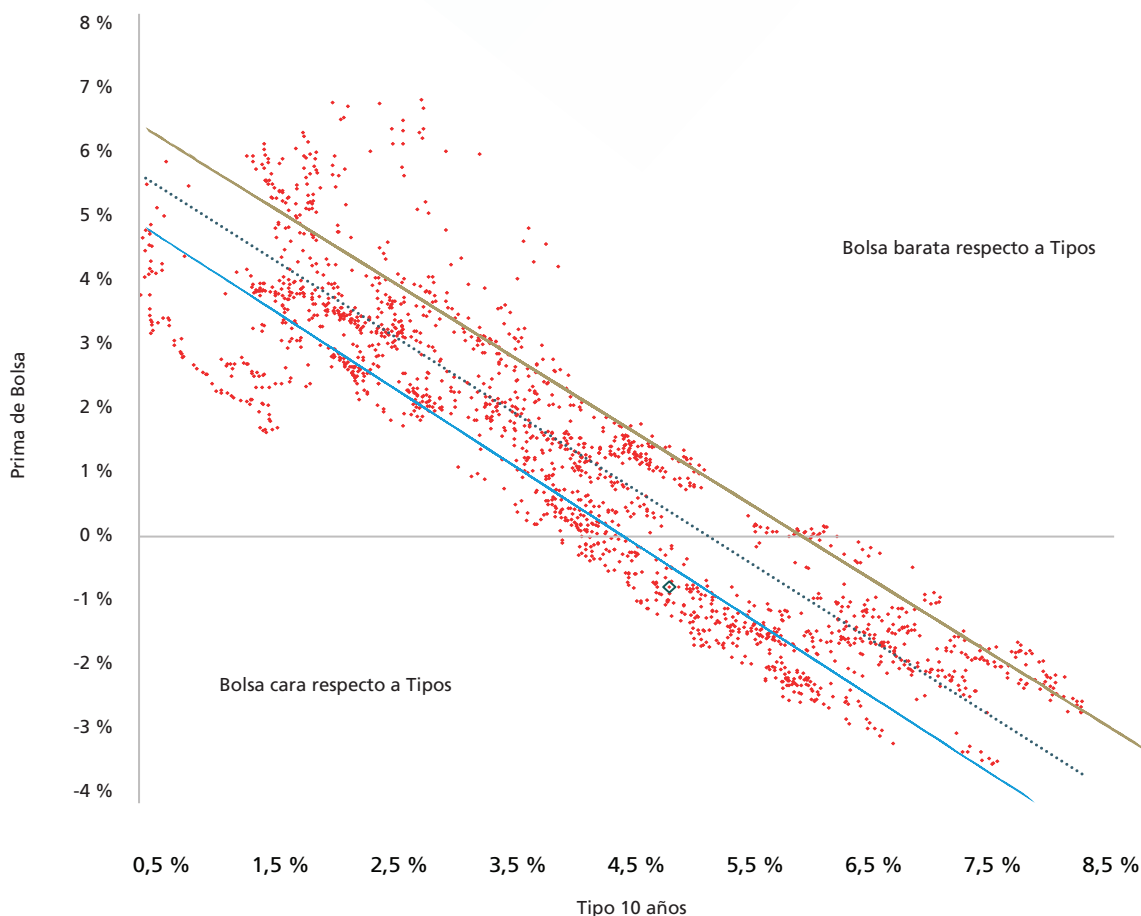
Si reordenamos la primera fórmula es fácil ver que la inversa del precio pagado por los beneficios (la inversa del PER) es el beneficio actual dividido por el precio y que eso es igual la Prima de riesgo de la bolsa más el tipo libre de riesgo menos el crecimiento esperado de los beneficios.

Si sube el tipo libre de riesgo y todo lo demás permanece constante el precio que pagamos por los beneficios debería bajar, pero es fácil ver que la hipótesis de que todo lo demás permanece constante es imposible que se cumpla, si el tipo sube es porque se espera o más crecimiento o más inflación, o ambas, lo que afecta, en

positivo, al crecimiento esperado de los beneficios, y puede afectar, en negativo, a la prima de riesgo (entre otras cosas porque la rentabilidad de la bolsa sube con la inflación y la de los bonos no).

El resultado final es que los tipos de interés de largo plazo tienen muy poca influencia en la valoración bursátil. La estadística corrobora esta reflexión, un tipo de interés libre de riesgo del 4,5 % es, estadísticamente, compatible con un PER entre 15 y 25 veces, así que el nivel actual de PER, en la parte alta de ese rango, no nos dice que, en relación a los tipos, la bolsa esté mal valorada, ni bien.

EE. UU. Prima de Bolsa y Tipo a 10 años desde 1991



Fuente: Bloomberg y elaboración propia