



Humanitzem les teves finances

Outlook 2023 – 4º Trimestre

Perspectives Económicas y Financieras

10 Octubre 2023

Joan Cavallé
Bas Fransen
Didac Pérez

Director General de Grupo Caja de Ingenieros
Director Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros
Director de Inversiones de Caja Ingenieros Gestión

DISCLAIMER

CAJA DE INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El presente documento constituye un informe de inversión elaborado por el departamento de Mercado de Capitales de CAJA DE INGENIEROS, con fines meramente informativos, a los efectos de las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España.

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA DE INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA DE INGENIEROS, en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA DE INGENIEROS no se hace responsable del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes.

En ningún caso la información contenida en el presente documento se basará en consideraciones de las circunstancias personales de los destinatarios de dicha información y asimismo tampoco consistirá en recomendación personalizada para realizar la compra, venta, suscripción, canje, reembolso o el mantenimiento o aseguramiento de un instrumento financiero específico, como tampoco ejercitar o no, cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para compra, venta, suscripción, canje o reembolso del mismo, sino que se trata de una información orientativa general.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros, éstos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en el presente informe hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El sistema retributivo del/los analista/s que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA DE INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en el presente informe ni al sentido de las recomendaciones en él detalladas.

Los miembros del Departamento de Mercado de Capitales de CAJA DE INGENIEROS podrán disponer a título personal acciones de alguna/s de las compañías que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Agenda

- Introducción
- Las claves económicas
- Análisis Económico- Financiero
- La política monetaria
- Impacto en los mercados financieros
- Los mercados de deuda pública y renta fija corporativa
- Activos Financieros: Mercados de Renta Variable
- Inversión Socialmente Responsable
- Asset Allocation 4º Trim 2023
- Resumen Estimaciones 2023
- Sesión de preguntas

La recesión más anticipada de la historia

¿This Time is Different? o ¿This Time it takes longer?



Hoy discutiremos:



¿Evitaremos la recesión?

La inflación se moderará hasta el objetivo de los bancos centrales?

¿Estamos cerca del fin de la subidas de tipos de interés?

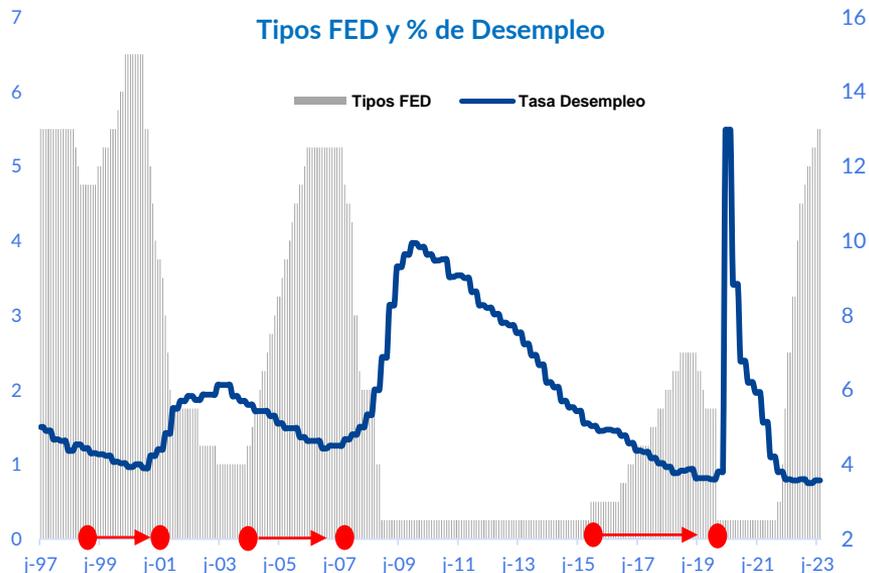
¿Qué otros factores de riesgo debo considerar?

¿Qué consecuencias puede tener este entorno para los mercados financieros?

Por qué hemos evitado la recesión?

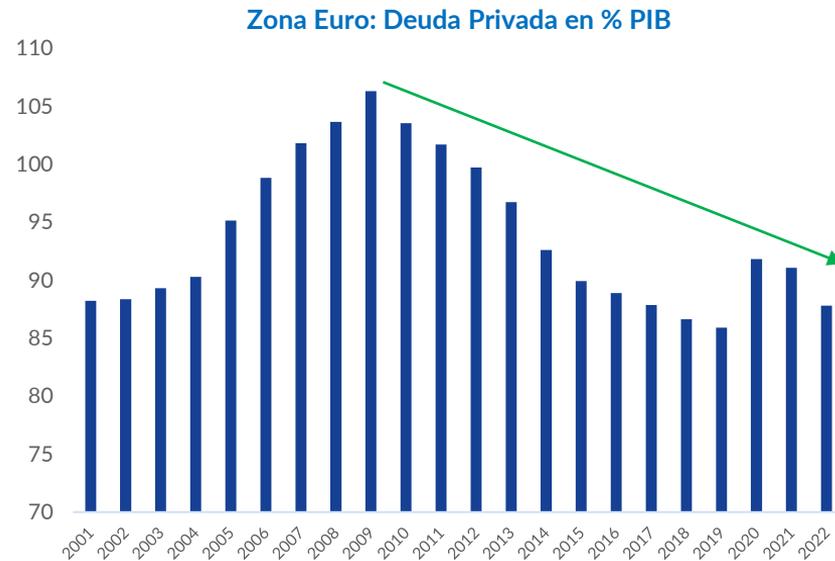
1 La política monetaria restrictiva necesita su tiempo

El impacto del aumento de los tipos de interés – conjuntamente con otras condiciones financieras – en la economía es gradual



Fuente: Bloomberg

Especialmente si el sector privado tiene menor carga financiera



Fuente: Bloomberg

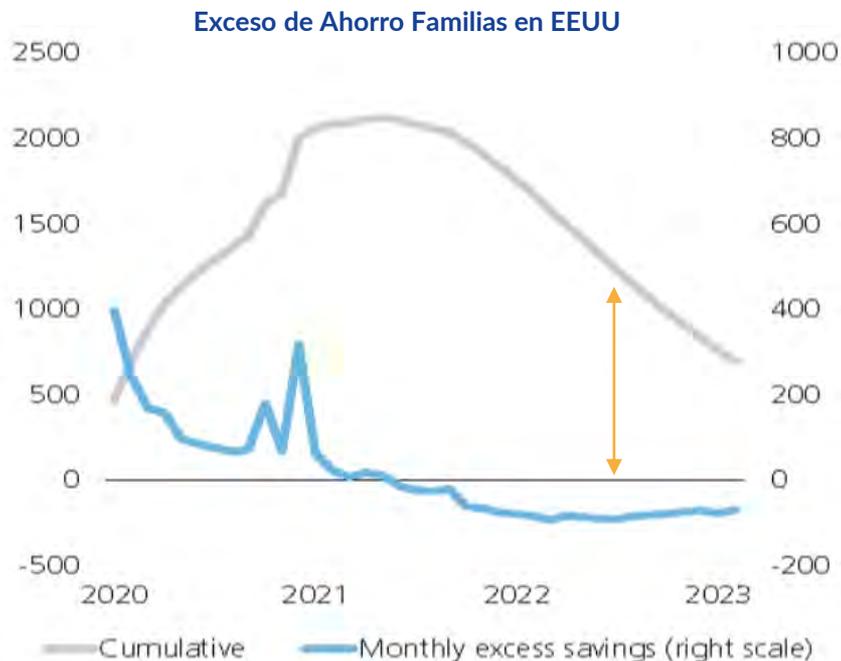
Eurozona: % de hipotecas a tipo variable (Eurostat)

2005: 59% 2022: 21%

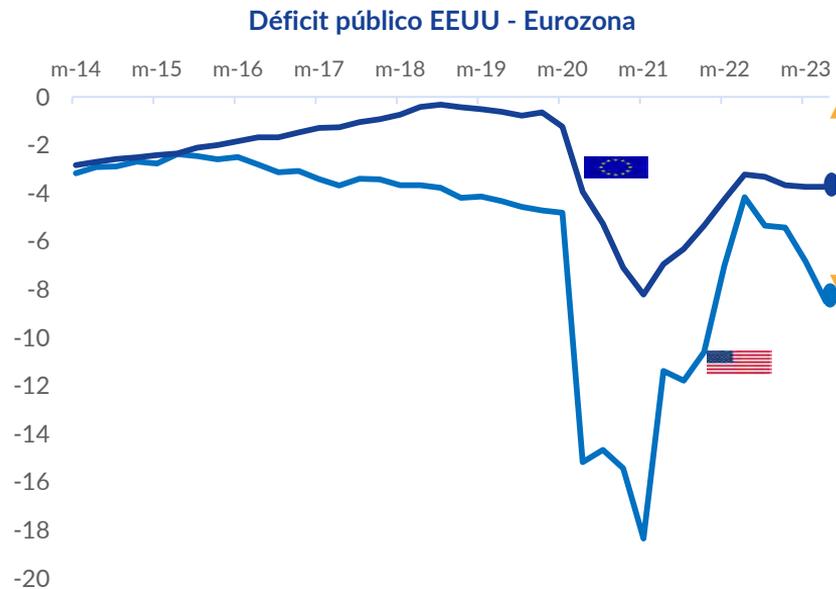
Por qué hemos evitado la recesión?

2 La demanda interna es (aún) fuerte

Muchas familias cuentan aún con (una parte) de los excesos de ahorro acumulados durante Covid...



... y además el sector público continúa con un impulso fiscal elevado (en lugar de dar un paso hacia el control de gastos)

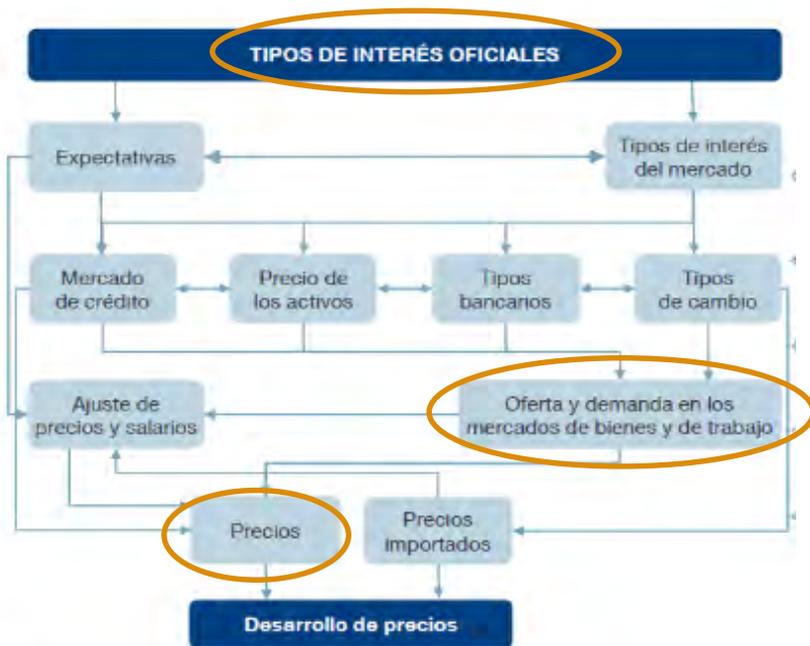


Fuente: Bloomberg

¿Veremos un deterioro económico?

Los Bancos Centrales necesitan un deterioro de la demanda como canal de reducción de la inflación

LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: Banco Central Europeo.

Las pequeñas y medianas empresas ya apuntan a una desaceleración de las ventas

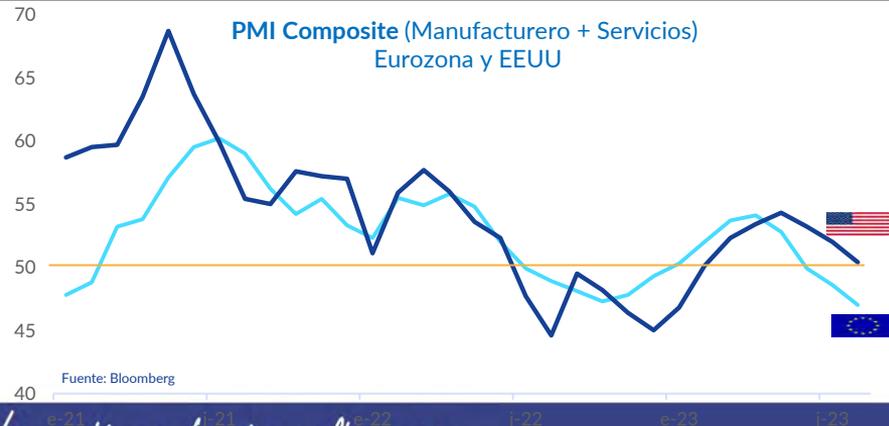
NFIB Small Business Sales

El ahorro de las familias se agota: se reduce a la mitad por la inflación y anticipa un frenazo del consumo



Source: Steno Research, Bloomberg and Macrobond

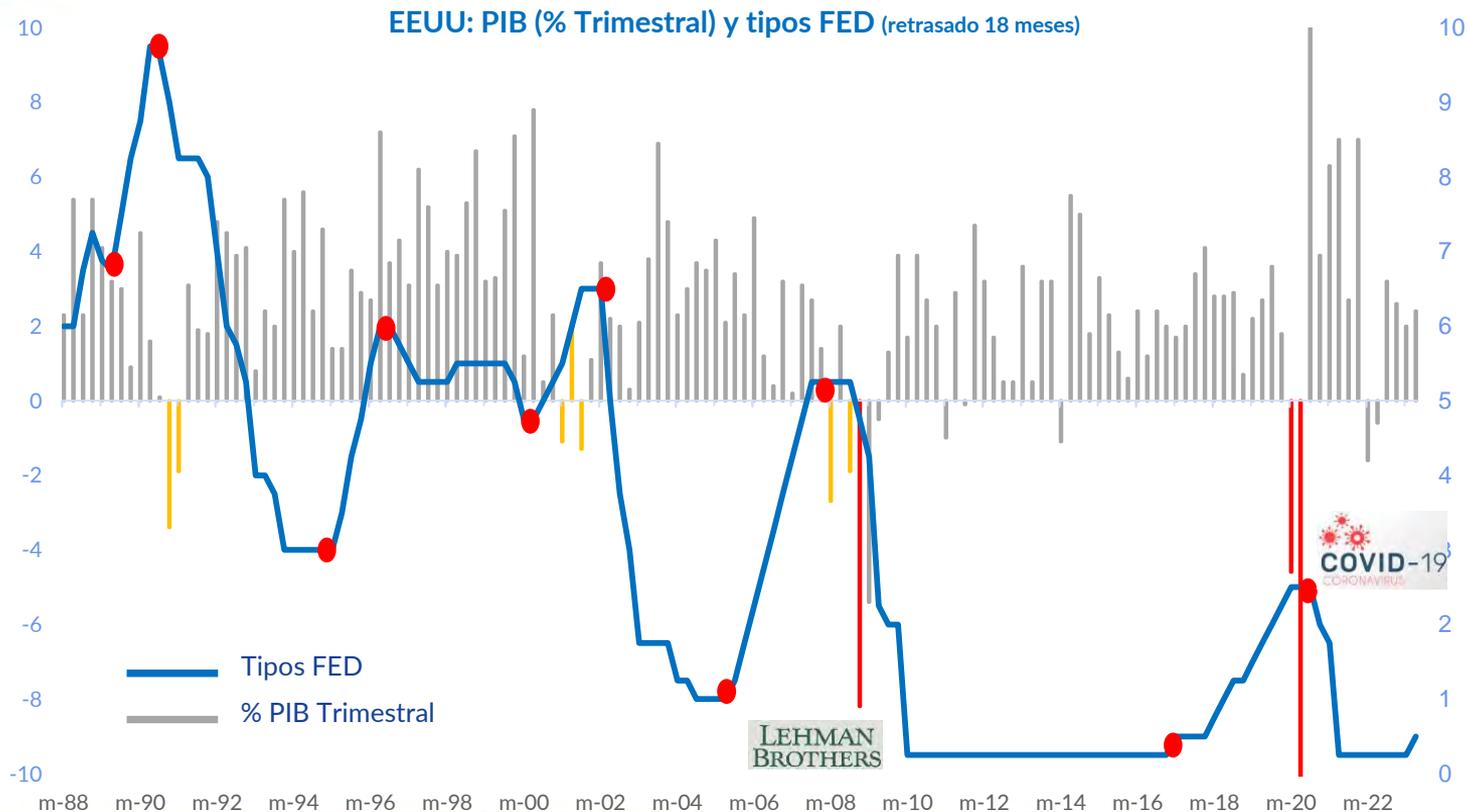
Y los indicadores de confianza empresarial entran en zona de contratación económica



Fuente: Bloomberg

Pero el deterioro probablemente será moderado – LIGHT RECESSION

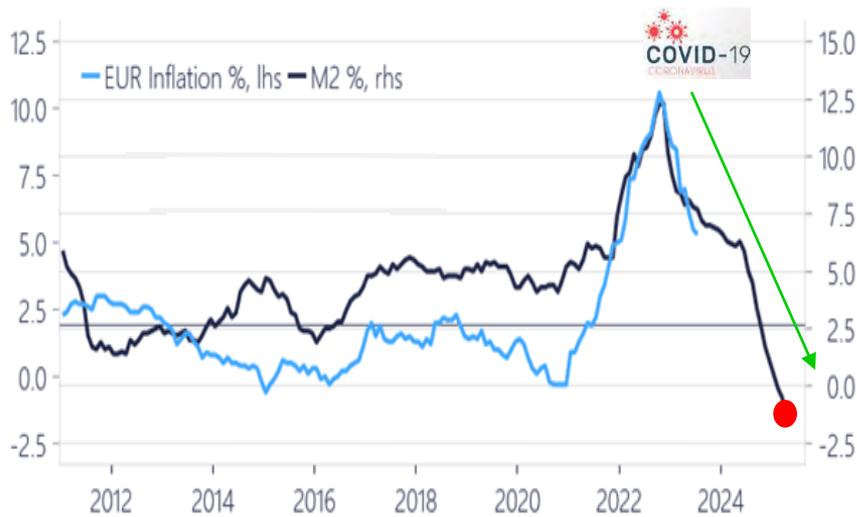
Históricamente, los Bancos Central sólo causan recesiones suevas.
Las grandes crisis fueron provocados por shocks externos: Crisis Financiera, Covid



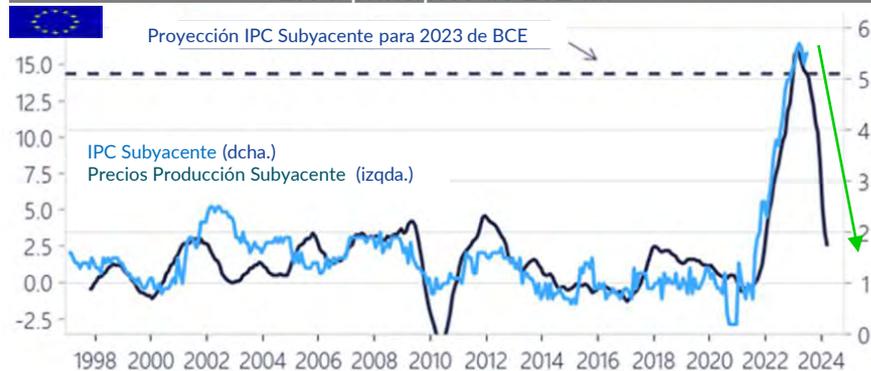
La inflación: Continuación de la (rápida) moderación

Al menos los Bancos Centrales están haciendo su trabajo, causando una rápida reducción de la masa monetaria...

Crecimiento Masa Monetaria (M2) e Inflación - Eurozona



Eurozona: Los indicadores adelantados apuntan a una vuelta al 2% a principios de 2024...



EEUU: Si corregimos el IPC por el componente vivienda – que se modifica con retraso – la inflación ha desaparecido



La inflación: Aunque con dudas sobre su nivel de estabilización...

Varias tendencias estructurales apuntan a mayores niveles de inflación a medio-largo plazo:

Relocalización y desglobalización

La tendencia hacia una menor globalización y relocalización de centros de producción (iniciada por motivos políticos, pandémicos y geopolíticos).

Comercio mundial / PIB:
2022: 55%
2010: 60%

Pérdida de eficiencia + incremento costes

Transición hacia la descarbonización

El cambio climático requiere la combinación de nuevas inversiones en energía renovable y de sistemas de mayores precios de energía fósil (para desincentivar su consumo). Riesgo de inflación alimentaria.

Nuevas inversiones hasta 2050:
50 bln USD
(60% PIB mundial)

Incremento gasto público & precios energía

Tendencias demográficas

El envejecimiento de la población el estancamiento de su crecimiento en los países OCDE + China, reduce la oferta de trabajador

Tasa de dependencia 2030
Japón: 85%
Alemania 70%
EEUU: 50%

Riesgo espiral salarios - inflación

Elevada Deuda Pública

Los elevados ratios Deuda/PIB estimula la voluntad de las autoridades económicas de aceptar mayor inflación, para de garantizar la sostenibilidad de la deuda (vía crecimiento de precios)

Deuda Pública/PIB:
EEUU: 126%
Japón: 255%
Eurozona 95%

Mayores expectativas de inflación

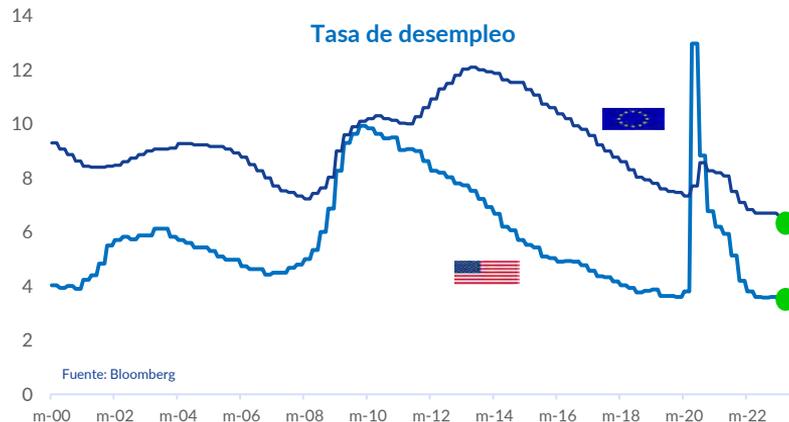
Política monetaria: Cerca del fin de las subidas, pero lejos de los recortes

Las expectativas de inflación (en mercado) aún sensiblemente superiores al objetivo de FED y BCE

Expectativas de inflación 5y5y
(Forward 5-5 Swap Inflation)



En parte explicado por las tensiones en el mercado laboral con las tasas de desempleo en mínimos históricos



Los bancos centrales quieren evitar (otros) errores y mantendrán su política restrictiva durante un tiempo

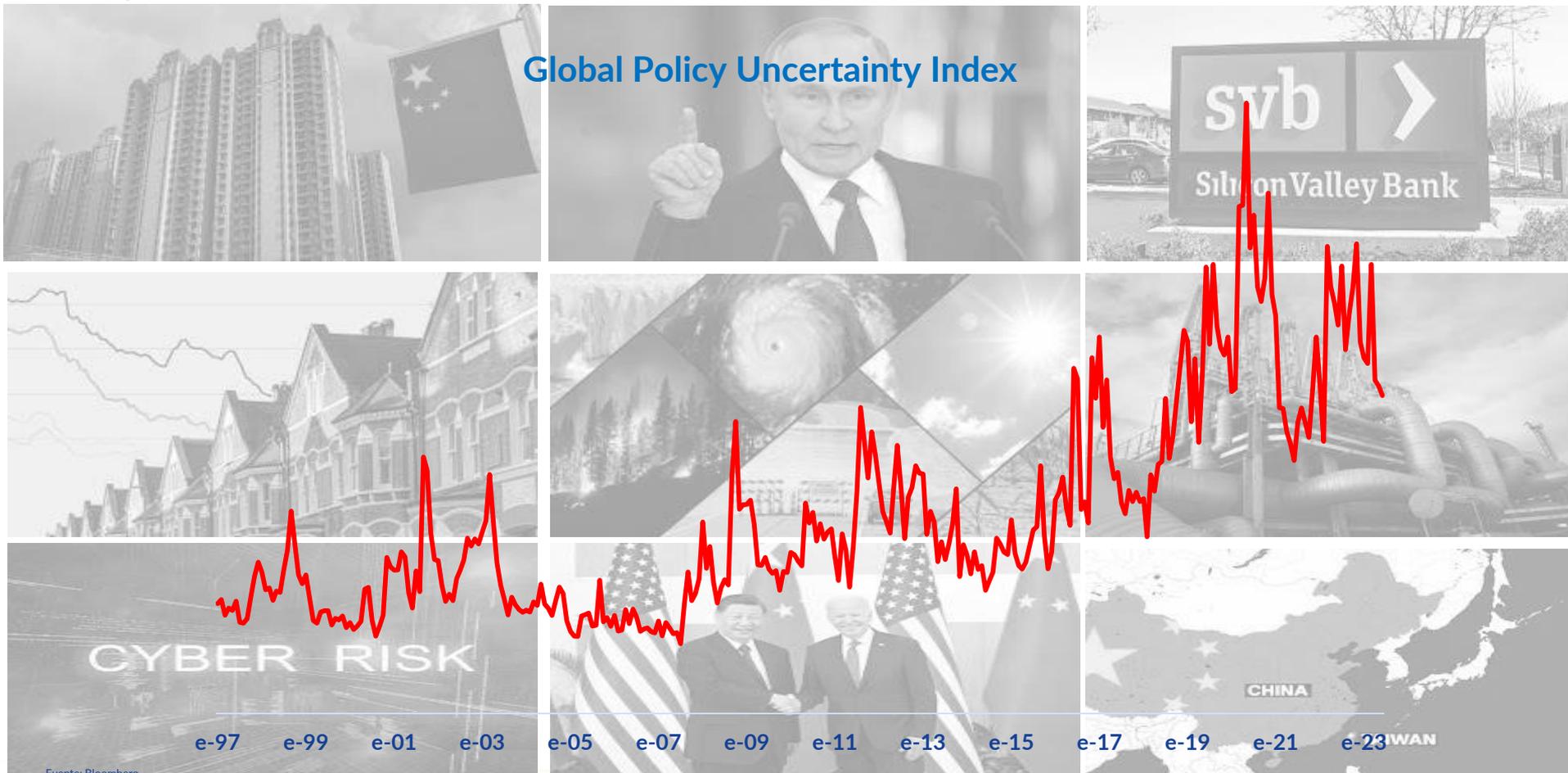
Lagarde (Julio 2023):

"...La inflación continúa disminuyendo, pero se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo..."

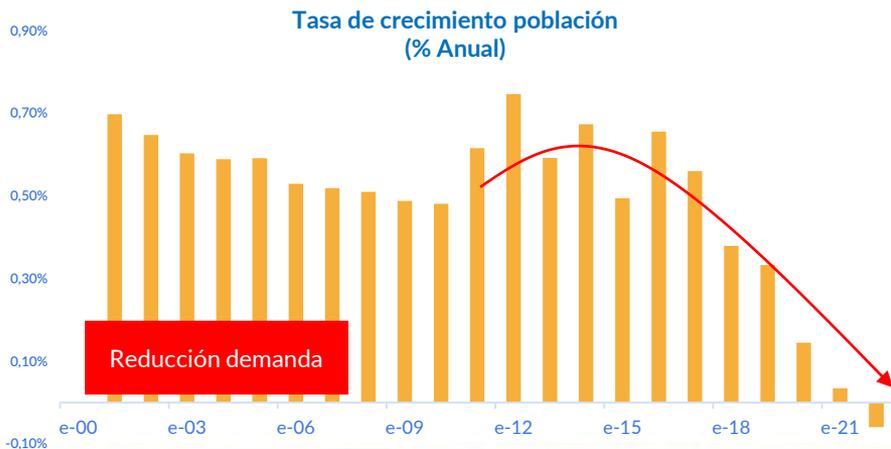
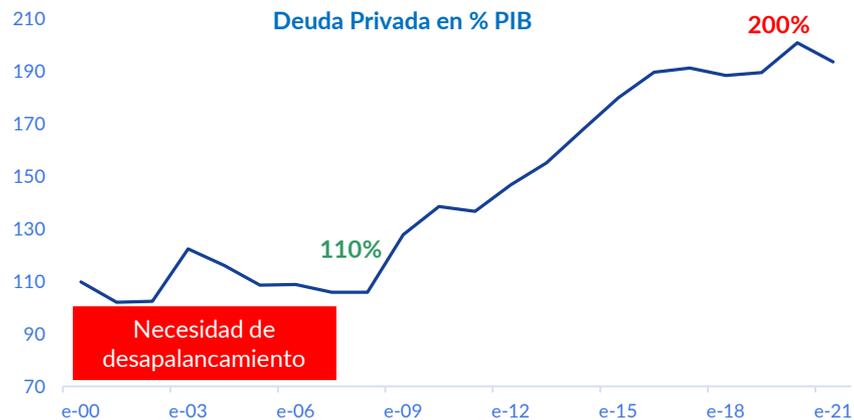
"...Las perspectivas para la inflación siguen sujetas a una elevada incertidumbre..."

"...Las presiones inflacionistas internas, incluidas las procedentes del incremento de los salarios, son un determinante cada vez más importante..."

Múltiples otros factores de incertidumbre



China: ¿hacia un escenario de deflación?



Las consecuencias y los riesgos

- Crisis inmobiliaria: elevada sobreoferta
- Efecto riqueza negativo: Real Estate = 60% del patrimonio familiar
- Crisis empresas inmobiliarias y constructoras: Evergrande
- Riesgo de contagio a sistema financiero chino
- Necesidad de desapalancamiento privado: menor consumo e inversión
- Riesgo de deflación

Consecuencias globales		
Mercado de materias primas	Sectores exportadores	Sectores cíclicos
¿Menor inflación?	¿Guerra comercial?	¿Taiwán?

En resumen....

ECONOMÍA

La política monetaria restrictiva acabará impactando en la actividad económica (o ya lo está haciendo).

Los fundamentos económicos apuntan a una desaceleración suave.

INFLACIÓN

Veremos una continuación de la (rápida) moderación del IPC, aunque diferentes factores estructurales apuntan al riesgo de una estabilización de la inflación a niveles superiores al 2%.

BANCOS CENTRALES

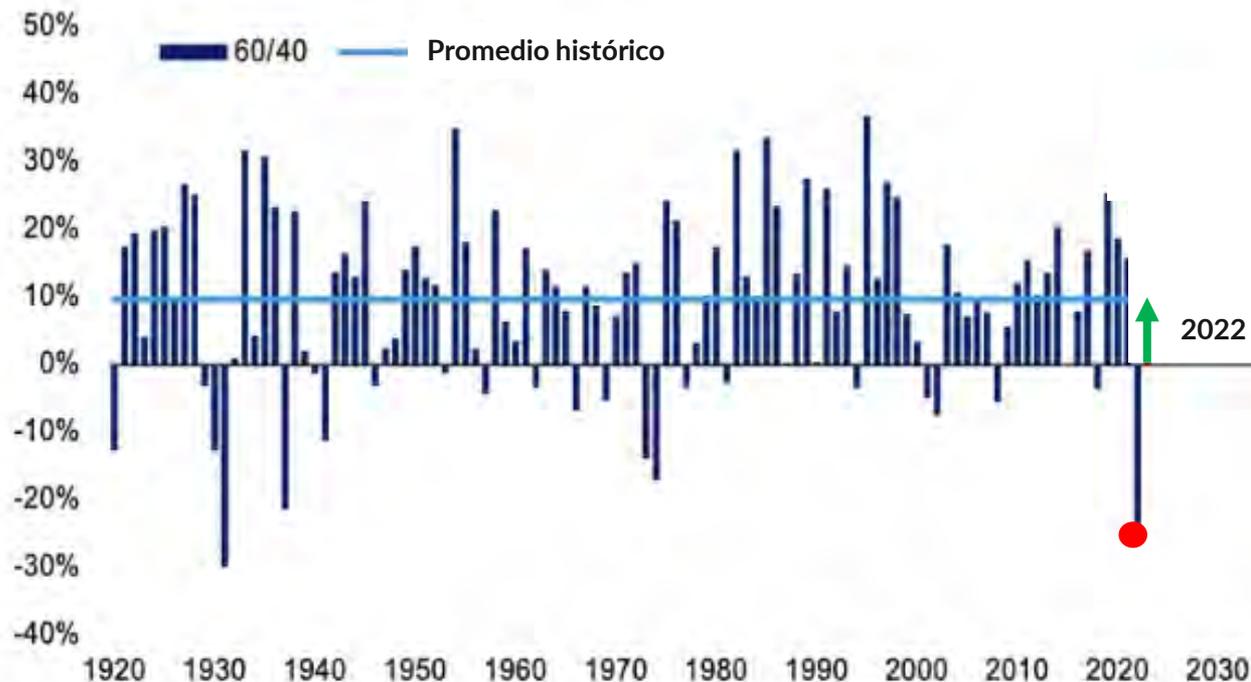
FED y BCE están cerca del fin del ciclo de subidas de los tipos de interés. Pero previsiblemente tardarán en aplicar recortes con el objetivo de anclar las expectativas de inflación y evitar el riesgo de segunda ronda vía los salarios.
Credibilidad.

INCERTIDUMBRE

La incertidumbre política y geopolítica continúa siendo elevada, tanto en cuanto al riesgo de acontecimientos, accidentes o conflictos, como en cuanto a las políticas (monetarias)

IMPACTO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS – Mensajes Generales

Rendimiento anual de cartera 60% RV / 40% RF – EE.UU.



Bank of America Global Research

Renta Variable:

- Valoraciones razonables
- Elevada dispersión sectorial / de estilo
- 7 Magníficos

Deuda / Renta Fija:

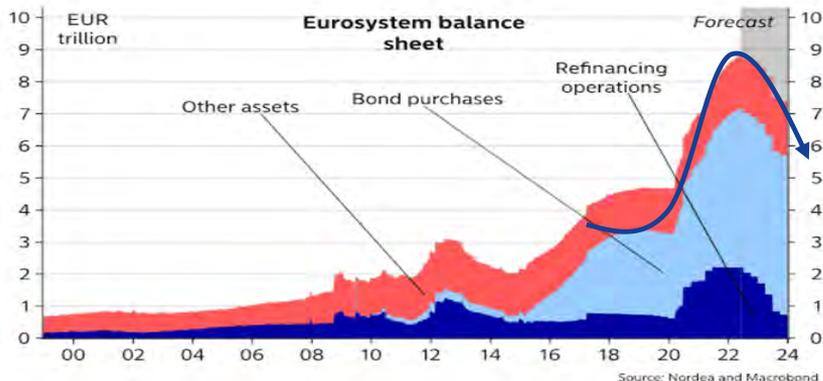
- Recuperación tipos positivos, aunque inferior a IPC subyacente
- Palanca de estabilidad en cartera

Deuda Pública: Curvas mejor preparadas para la política monetaria restrictiva

La dificultad de la pendiente negativa de la curva



Existen riesgos por la continuación de la reducción del balance



Después de las recientes correcciones, los tipos forward se alinean con un escenario de BCE/FED manteniendo los tipos altos

Expectativas BCE - Diciembre 2024
(Futuro Euribor3M Dic24)



Recomendación: Incorporar de deuda pública en las carteras con el doble objetivo de generar *income* e incrementar la estabilidad.

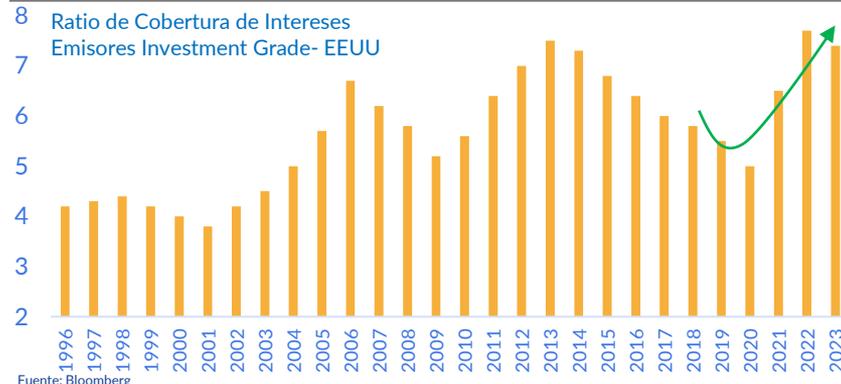
¿Invertir en Renta Fija Corporativa? Con un horizonte temporal adecuado ...

Los diferenciales de crédito no reflejan los riesgos económicos y financieros generados por la política monetaria

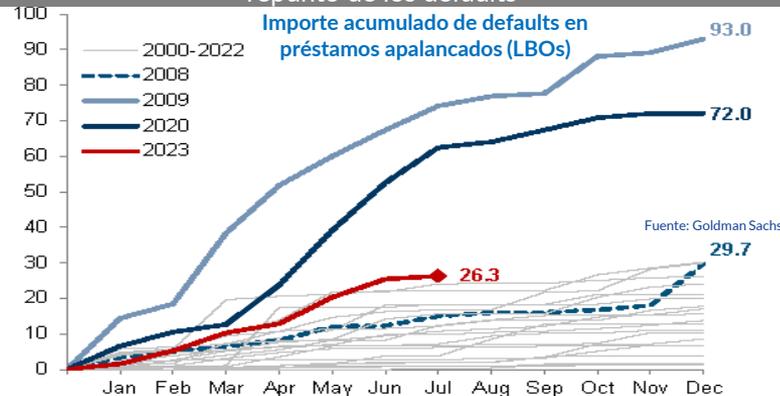


Recomendación: RF Corporativa de forma selectiva como alternativa a la deuda pública (mayor yield, menor duración). Horizonte de inversión adecuada.

Aunque los fundamentos económicos - financieros de muchos emisores son sólidos



Pero en los sector más apalancados se está observando un rápido repunto de los defaults



¿De dónde venimos? Un periodo bajo el concepto de amplio & plano

La combinación entre subidas de tipos de interés y beneficios estancos ha resultado en un periodo de desempeño amplio & plano

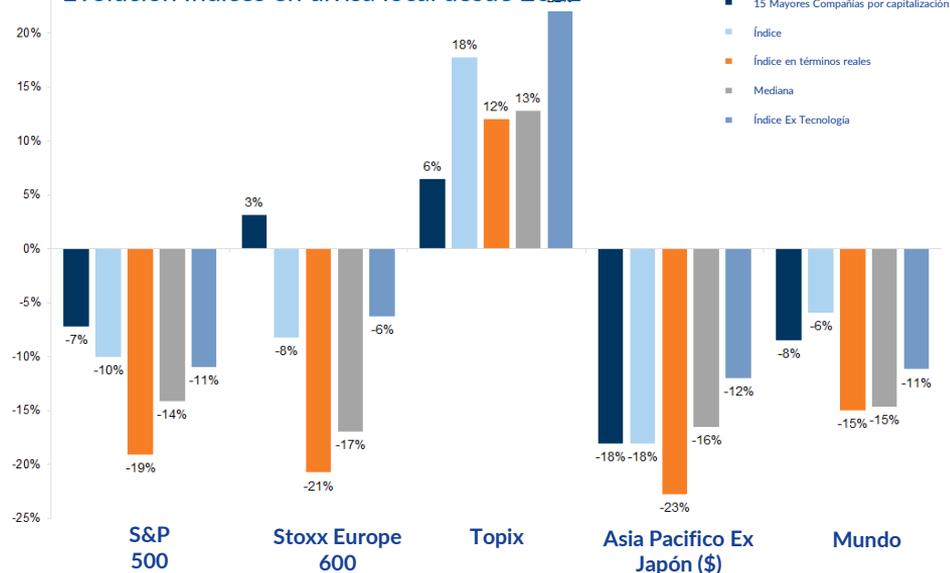
Evolución Índices en usd



Fuente: Bloomberg, GS

Lo que implica que haya índices por debajo de los niveles de 2022 y un 20% por debajo en términos reales (ajustados por inflación)

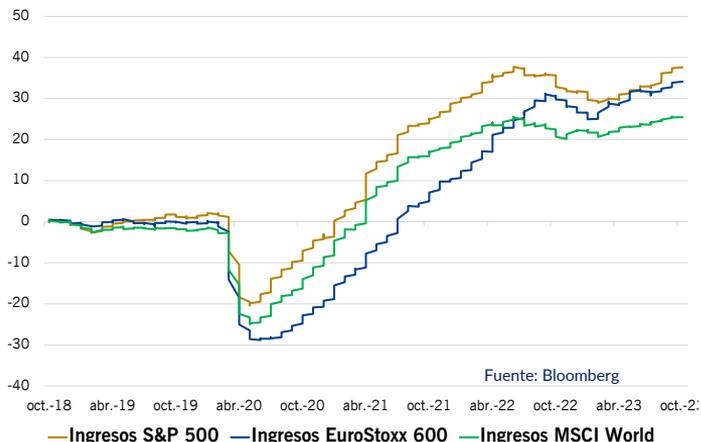
Evolución Índices en divisa local desde 2022



¿Hacia dónde vamos? Las previsiones de ventas reflejan un entorno inflacionista y una resiliencia en el consumo, por ahora

Las expectativas de ingresos se sitúan en zona de máximos históricos...

Ingresos forward 12 meses por región



... aupadas por una inflación más persistente de lo que inicialmente esperaba el mercado

Comentarios de las compañías asistentes a la XX edición de Bernstein Strategic Decisions Conference, Londres, Sep23

*"We got the price increases that we needed from the first peak of inflation. **We still need to do more price increases** due to the devaluation of the local Nordic currencies"*

Lars Jensen, CEO Royal Unibrew

*"**Inflation is not over, and it is sticky.** Raw material prices are still moving up, cocoa and sugar prices are still moving up. We are 30% higher on raw material prices"*

François-Xavier Roger, CFO Nestlé

*"The bigger issue now isn't inventory, but rather that **end-consumer demand isn't picking up due to higher energy prices and inflation**"*

Stefan Paul, CEO Kuehne-Nagel

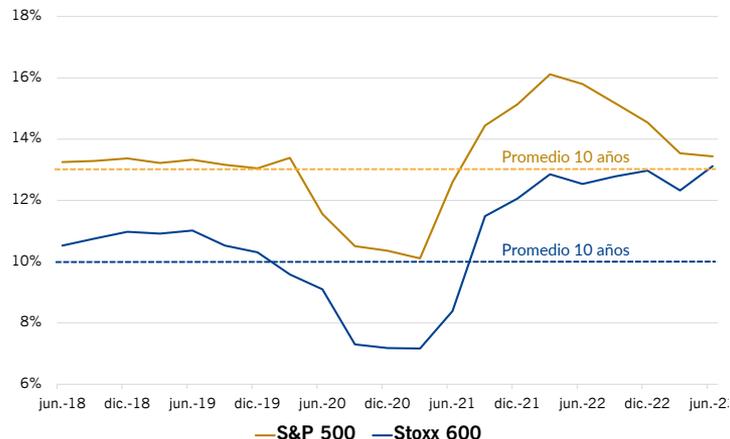
*"We expect to continue and see **inflation continuing over the next few years**"*

Thierry Garnier, CEO Kingfisher

Los márgenes retroceden pero se mantienen por encima del promedio histórico

Los márgenes se han contraído desde máximos 2022 aunque se sitúan en niveles elevados en relación al histórico

Evolución Margen Operativo EBIT (%)



Evolución Ventas por Acción trimestrales, Crecimiento YoY (%)

	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23
S&P 500	-2,1%	6,6%	11,2%	16,7%	18,3%	15,1%	14,3%	12,7%	10,8%
Stoxx 600	-15,5%	0,0%	5,0%	13,6%	19,0%	16,7%	19,9%	15,3%	12,7%

Margen Operativo EBIT (%)

	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23
S&P 500	12,6%	14,4%	15,1%	16,1%	15,8%	15,2%	14,5%	13,5%	13,4%
Stoxx 600	8,4%	11,5%	12,1%	12,9%	12,5%	12,8%	13,0%	12,3%	13,1%

Evolución Beneficio por Acción trimestrales, Crecimiento YoY (%)

	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23
S&P 500	8,3%	59,3%	77,0%	111,8%	59,7%	21,5%	6,2%	-13,3%	-12,6%
Stoxx 600	-23,6%	138,1%	154,0%	213,4%	125,4%	34,1%	37,0%	-11,6%	2,2%

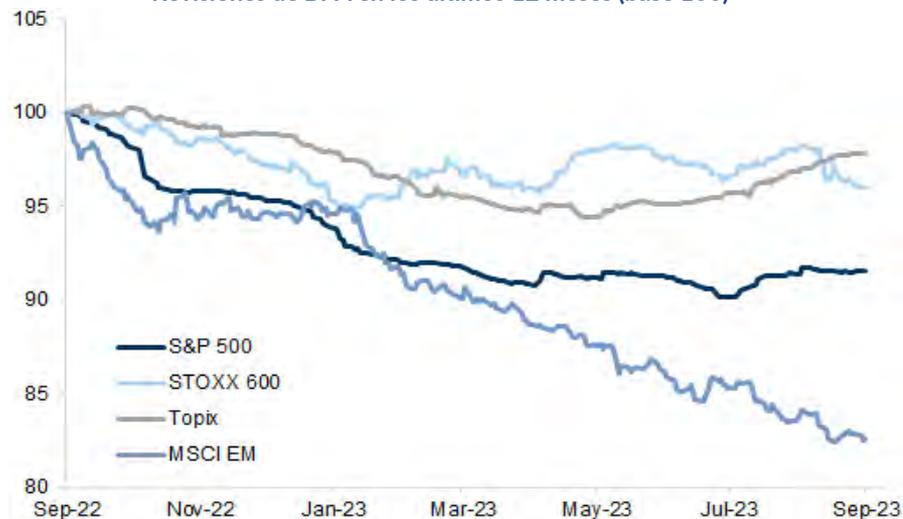
Fuente: Bloomberg

Mayores ventas y márgenes estables = Incremento BPAs 2024

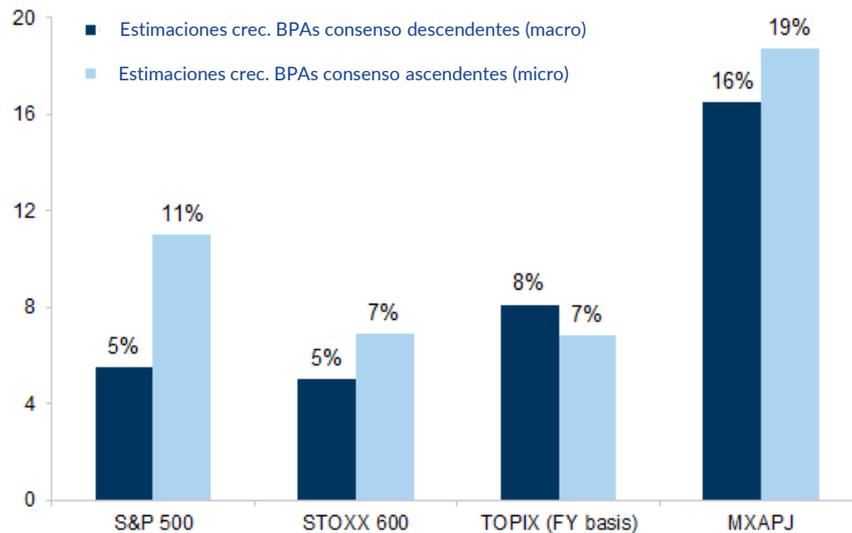


Las previsiones de beneficios se mantienen bien solidificadas (ex países emergentes)

Revisiones de BPA en los últimos 12 meses (base 100)



Con una visión muy positiva de cara al año 2024 a falta de las dudas macroeconómicas

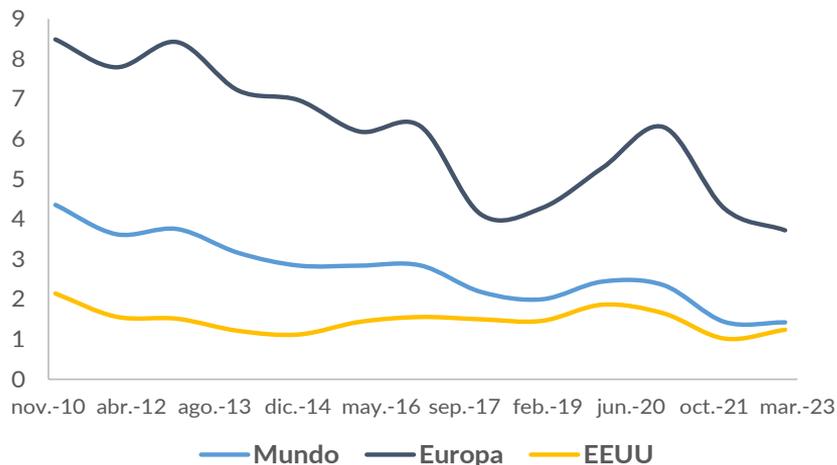


Fuente: Bloomberg, IBES, Stoxx, Goldman Sachs

Los fundamentales empresariales se mantienen extremadamente sólidos

El apalancamiento de las compañías sigue descendiendo de forma abrupta

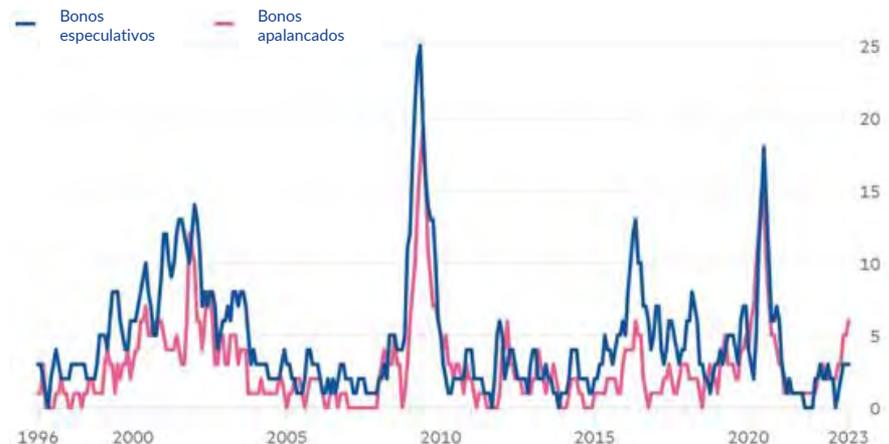
Deuda Neta dividida entre EBITDA (x)



Fuente: Bloomberg

Lo que a pesar del alza de tipos permite que las tasas de quiebra se mantengan en niveles muy reducidos

% Tasas de impago de bonos y préstamos de baja calidad en E.E.U.U.



Fuente: Moody's, Goldman Sachs

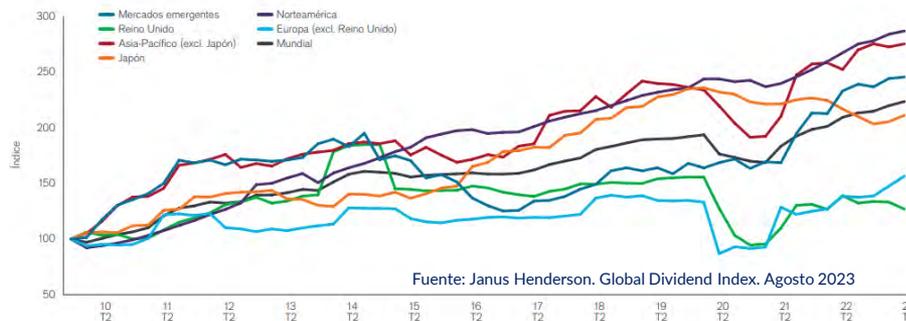
Las corporaciones siguen aumentando la remuneración al accionista gracias a la fortaleza de sus balances

Dividendos anuales por Región (en miles de millones de USD)

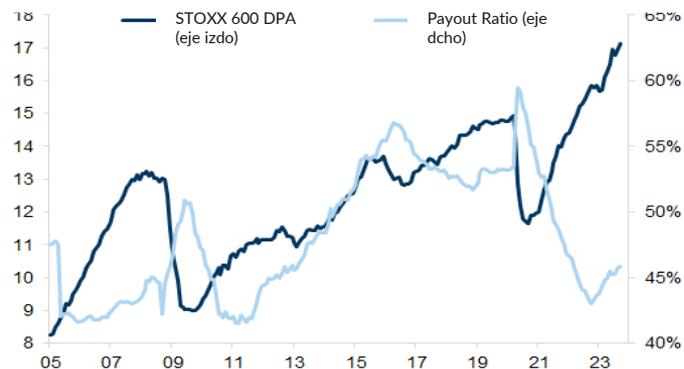
Región	2019	%*	2020	%*	2021	%*	2022	%*	T2 2022	%*	T2 2023	%*
Mercados emergentes	\$106,6	2,4%	\$103,7	-2,7%	\$135,2	30,4%	\$150,1	11,1%	\$44,4	40,8%	\$45,2	1,9%
Europa (excl. Reino Unido)	\$248,4	-2,1%	\$168,8	-32,1%	\$230,4	36,5%	\$255,6	10,9%	\$168,3	14,3%	\$184,5	9,7%
Japón	\$84,8	7,7%	\$80,5	-5,1%	\$81,8	1,6%	\$73,3	-10,0%	\$34,7	-7,6%	\$36,7	6,0%
Norteamérica	\$535,5	5,1%	\$551,0	2,9%	\$572,6	3,9%	\$631,7	10,3%	\$158,6	12,9%	\$165,3	4,2%
Asia-Pacífico (excl. Japón)	\$158,5	2,5%	\$128,3	-19,0%	\$172,5	34,4%	\$184,7	7,2%	\$39,8	-9,2%	\$41,6	4,5%
Reino Unido	\$103,9	3,6%	\$63,1	-39,3%	\$87,5	38,6%	\$89,2	2,0%	\$34,9	30,2%	\$30,7	-12,1%
Total	\$1.237,6	3,1%	\$1.095,3	-11,5%	\$1.279,9	16,9%	\$1.384,7	8,2%	\$480,6	12,5%	\$504,2	4,9%
Dividendos más allá de las 1.200 primeras empresas	\$157,0	3,1%	\$139,0	-11,5%	\$162,4	16,9%	\$175,7	8,2%	\$61,0	12,5%	\$64,0	4,9%
TOTAL GENERAL	\$1.394,6	3,1%	\$1.234,3	-11,5%	\$1.442,3	16,9%	\$1.560,3	8,2%	\$541,6	12,5%	\$568,1	4,9%

* Cambio porcentual - tasa general

Persiste la aceleración en la remuneración al accionista



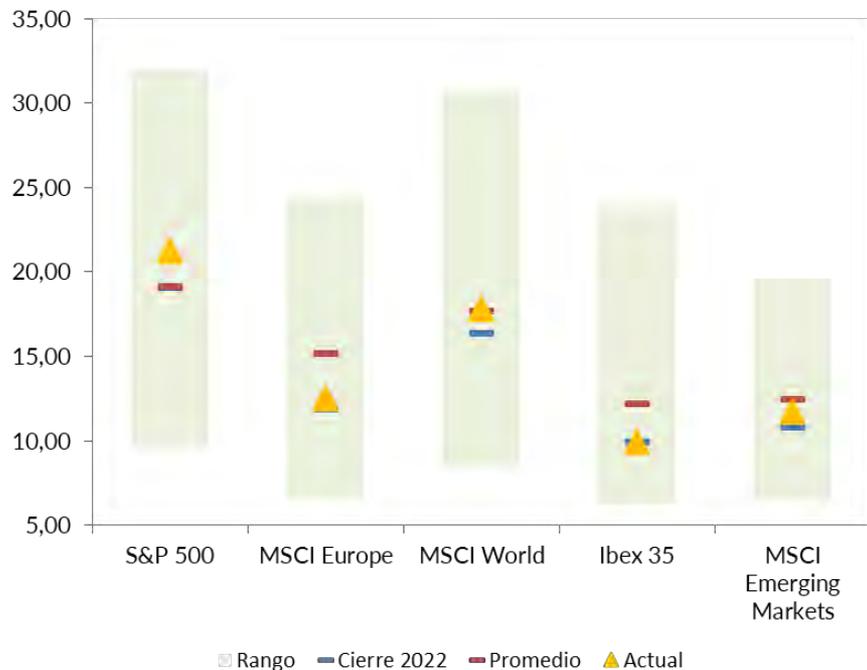
Se mantiene el espacio para seguir repartiendo mayores dividendos



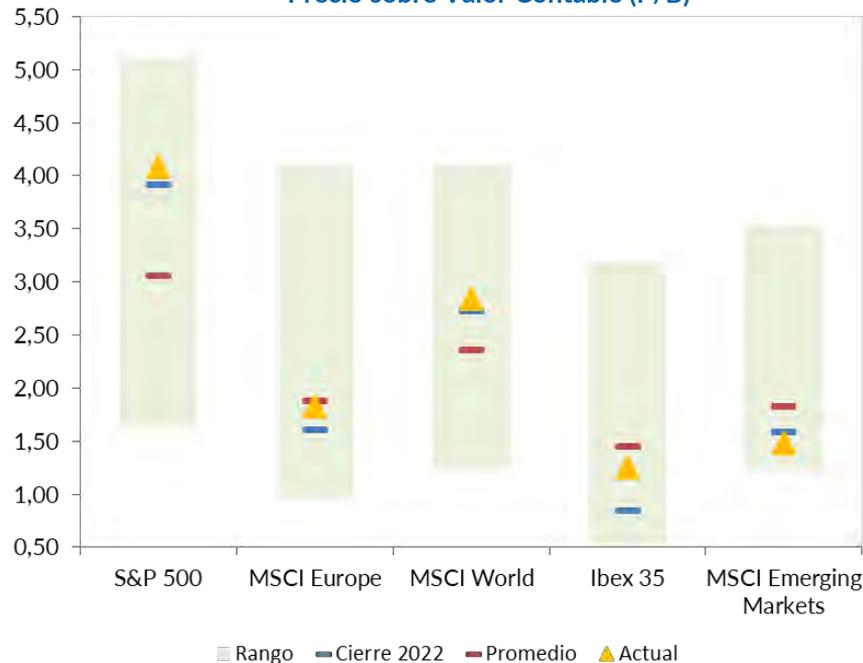
Ni frío ni calor: Valoraciones cerca de sus promedios históricos



Precio sobre Beneficios (PER)



Precio sobre Valor Contable (P/B)



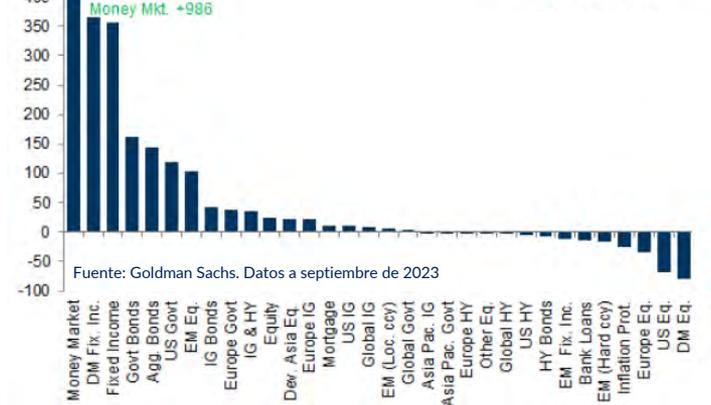
Fuente: Caja Ingenieros Gestión, Bloomberg
con datos a cierre de septiembre 2023

Catalizadores positivos: posicionamiento inversores y flujos de dinero siguen apoyando las cotizaciones

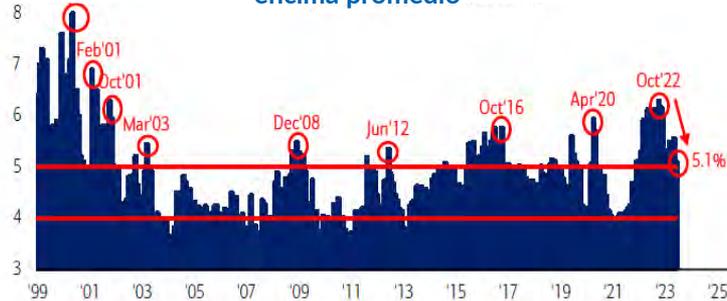
Evolución flujos de dinero acumulados por tipo de activo (millardos usd)



Flujo de entrada de dinero en el último año (millardos usd)



Exposición de la liquidez por parte de los inversores por encima promedio



La exposición en RV en carteras inversoras se sitúa en niveles extremadamente bajos



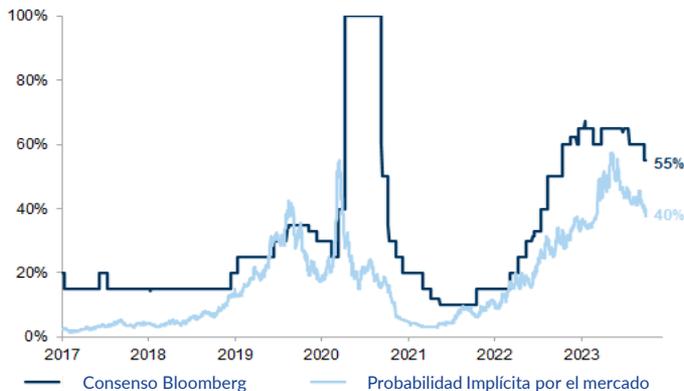
¿Cuáles son los principales riesgos? Obsesión por inflación y recesión

Principales riesgos a corto plazo según el mercado

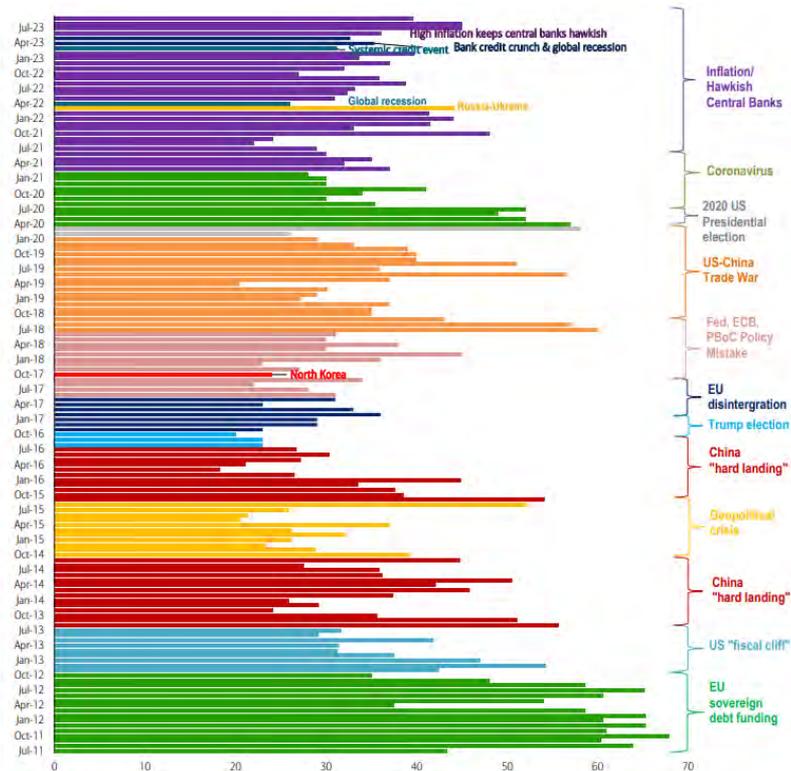


Fuente: BofA

Probabilidad de recesión en USA próximo año

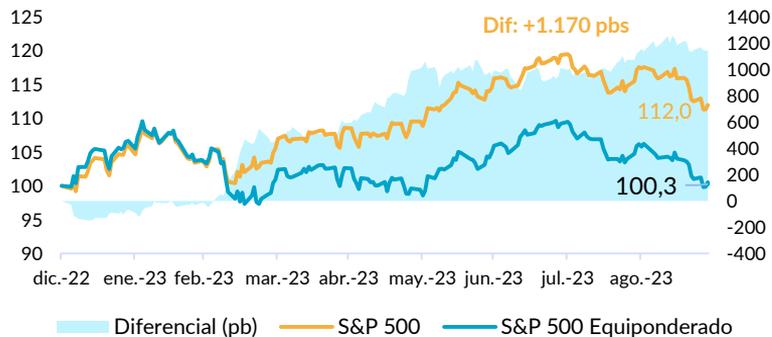


Evolución en la percepción de mercado sobre el principal riesgo de cola

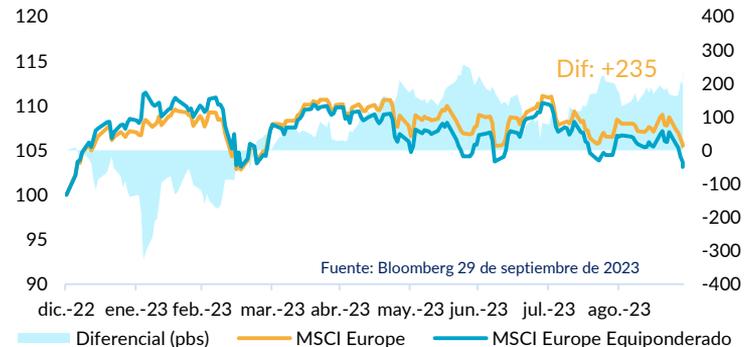


La evolución del mercado sigue muy estrecho, lo que dificulta el desempeño de las carteras diversificadas

Retorno S&P500 vs su versión equiponderada (Base 100)



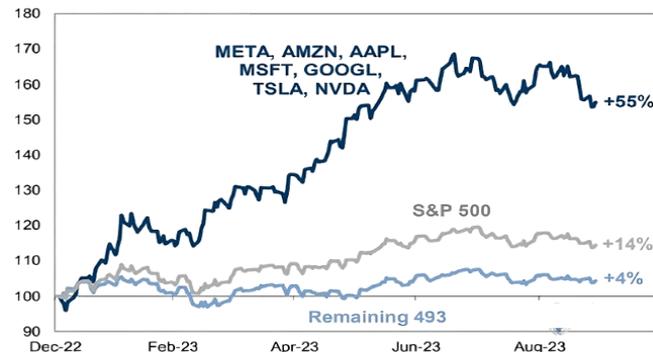
Retornos MSCI Europe vs su versión equiponderada (Base 100)



Nº Empresas S&P500 mencionando IA en su presentación resultados



Evolución 7 magníficas vs Resto mercado

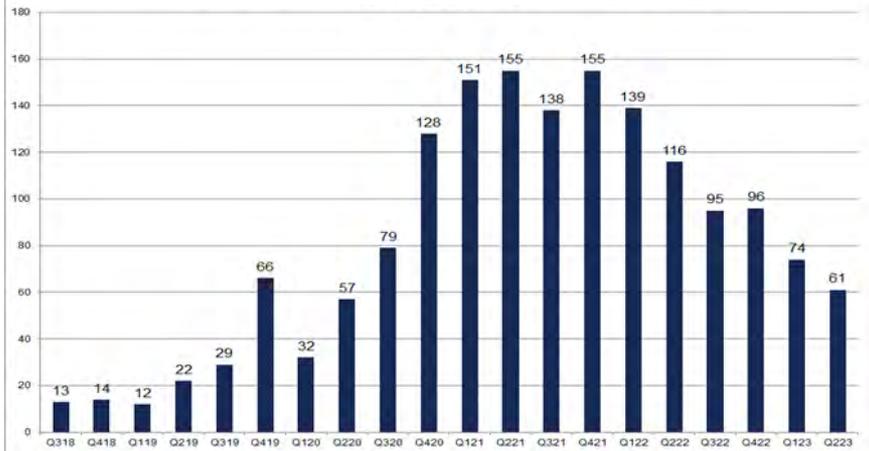


El interés inversor hacia estrategias ASG sigue a la baja ...



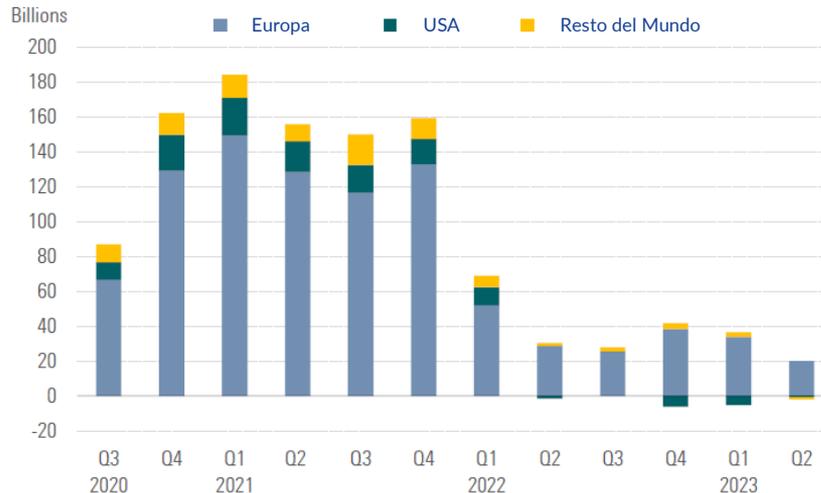
El interés sobre temas ASG continúa a la baja desde el pico en 2021

Número de empresas del S&P 500 citando "ASG" en presentación de resultados 2T23



Fuente: Factset

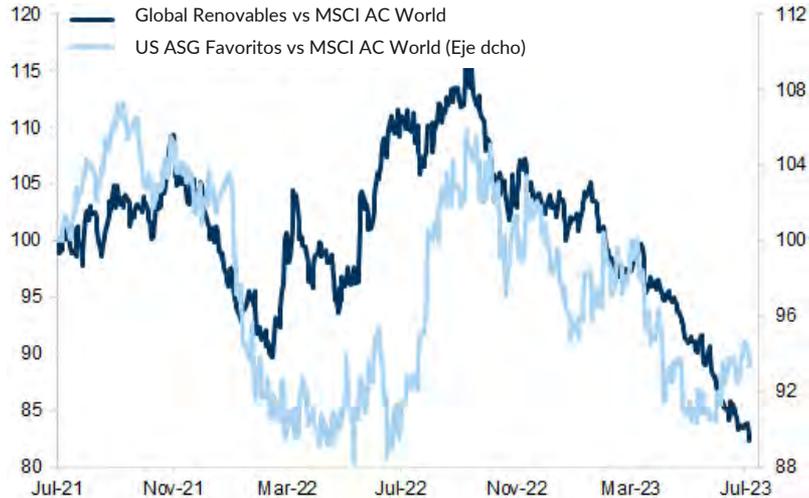
Flujos netos globales hacia estrategias ASG totales por geografía



... lo que impacta de forma contundente en el comportamiento de las acciones

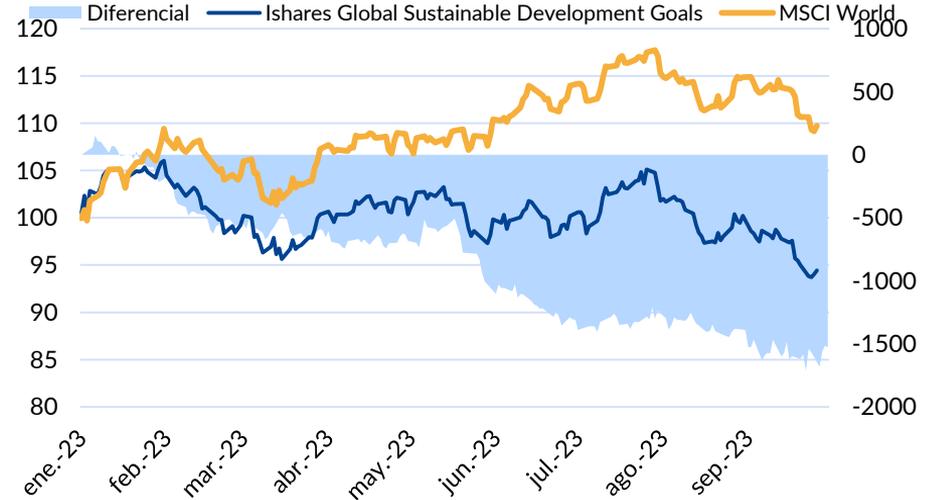


Comportamiento relativo Renovables y Favoritos ASG vs MSCI World



Fuente: Goldman Sachs

Rentabilidad 2023: MSCI World vs ETF Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

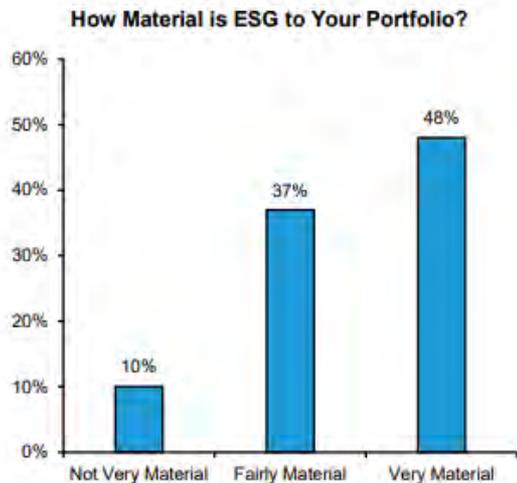


Fuente: Bloomberg

La relevancia de la inversión ASG se mantiene entre inversores lo que sigue augurando un futuro positivo

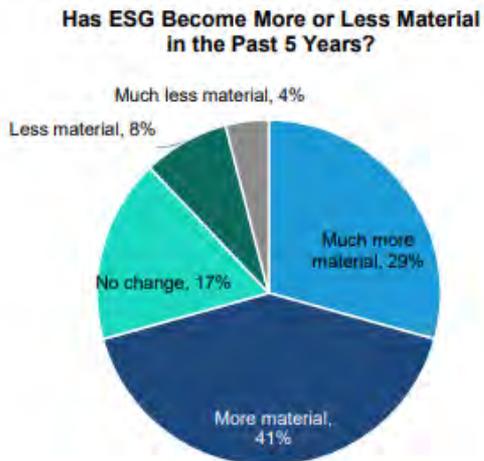


El 85% de los inversores consideran los criterios ASG como material o muy material en su cartera



Fuente: Bersntein 2023.

El 70% indica que los criterios ASG es más o mucho más material en los últimos 5 años

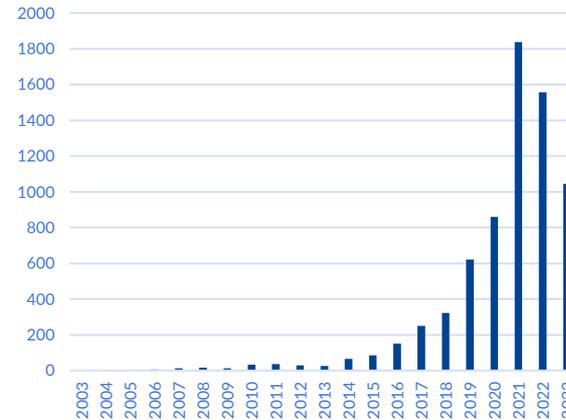


Fuente: Bernstein 2023.

Las emisiones de bonos verdes aumenta a buen ritmo, aunque se resiente de la subida de tipos

Emisiones de bonos verdes (en \$ billones)

*Hasta Sept'23 incluido



Fuente: Bloomberg



Actual y Promedio

PER

2024 BPA Escenarios			
	Aceleración 253 USD (+12%)	Consenso 240 USD (+8%)	Recesión 209 USD (-5%)
	\$253	240\$	209\$
20x	4995	4800	4237
19x	4745	4560	4025
18x	4496	4320	3813
17x	4246	4080	3601
16x	3996	3840	3390
15x	3746	3600	3178
14x	3497	3360	2966

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

Previsiones S&P 500 – 2024 – Precio Actual 4260 (fuente: Bloomberg)

Crecimiento BPA 2024 (%)	+8,0%
PER Actual (cierre septiembre)	19,55x
PER 2024 Estimado*	18x
Rentabilidad por Dividendo	1,76%

* PER 2024 Estimado refleja el ratio PER estimado para final de 2024 a precios actuales del índice y suponiendo que se cumpla la estimación de crecimiento de los Beneficios por Acción (BPA)

Catalizadores: De entre todos los activos, el consenso de inversores considera que la mayor infraponderación actual es en renta variable estadounidense. De igual modo, la posición extremadamente negativa de los futuros del S&P 500 indica un sentimiento considerablemente bajista. En este sentido, en un entorno donde la inflación va a la baja, esperamos que el sentimiento inversor mejore, especialmente si el efecto de las políticas monetarias produce un efecto mayor al esperado en términos de desinflación. Por último, la irrupción de la Inteligencia Artificial a partir del 4T23 en adelante podría seguir animando al alza las revisiones de beneficios esperados.

Valoraciones: El PER estimado por el consenso a 12 meses del S&P 500 se sitúa un 8% por encima de su promedio a 10 años.

Perspectivas: A pesar de la desaceleración económica y el endurecimiento de las condiciones financieras, la economía estadounidense ha mostrado resiliencia, debido en gran medida a un mercado laboral sólido. Tras cuatro trimestres consecutivos de BPAs reales negativos, esperamos una aceleración hasta situarse en terreno claramente positivo durante el segundo semestre del 2023.

Posicionamiento: Neutral (incluye efecto divisa)

2024 BPA Escenarios

		Aceleración 384 Eur (+10%)	Consenso 360 Eur (+3%)	Recesión 329 Eur (-10%)
		384 Eur	360 Eur	329 Eur
Actual y Marzo 20	PER	5775	5400	4725
	14x	5390	5040	4410
	13x	5005	4680	4095
	12x	4620	4320	3780
	11x	4235	3960	3465
Crisis Periferia 2011	10x	3850	3600	3150
	9x	3465	3240	2835

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

Previsiones Eurostoxx – 2024 – Precio Actual 4110 (fuente: Bloomberg)

Crecimiento BPA 2024 (%)	+3%
PER Actual (cierre septiembre)	11,5x
PER 2024 Estimado*	11,3x
Rentabilidad por Dividendo	3,66%

* PER 2024 Estimado refleja el ratio PER estimado para final de 2024 a precio actuales del índice y suponiendo que se cumpla la estimación de crecimiento de los Beneficios por Acción (BPA)

Catalizadores: La economía de la zona euro experimentó una recesión técnica, pero esperamos que el crecimiento secuencial mejore apoyándose en una disminución de la inflación. La tendencia decreciente de la inflación persistirá, y este proceso de desinflación está eliminando el principal impedimento para la demanda interna europea, propulsando el crecimiento del ingreso real y, por ende, posibilitando la recuperación del consumo.

Valoraciones: La valoración actual de la bolsa europea, en términos de PER a 12 meses, se sitúa en el rango bajo de la última década, lo que sugiere que una proporción del riesgo macroeconómico ya se ha incorporado en el precio de los valores.

Perspectivas: El sector industrial europeo se estabilizará, pero sin auge por la limitada recuperación china. El BCE está en la última etapa de su ciclo de aumento de tasas. La menor inflación que apoye la solidez del consumo (especialmente servicios) y un sector industrial global en recuperación, conjuntamente con unas valoraciones atractivas deberían apoyar el desempeño de las acciones europeas durante la segunda parte del año. Preferencia por gran capitalización bursátil y países con mayor actividad en servicios.

Posicionamiento: Neutral



2024 BPA Escenarios

Escenario	980 Eur (+0%)	930 Eur (-5%)	882 Eur (-10%)
-----------	---------------	---------------	----------------

	980 Eur	930 Eur	882 Eur
15x	14700	13965	13230
14x	13720	13034	12348
13x	12740	12103	11466
12x	11760	11172	10584
11x	10780	10241	9702
10x	9800	9310	8820
9x	8820	8379	7938

Promedio

PER

Actual y Marzo 20

Crisis Periferia 2011

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

Previsiones IBEX35 – 2024 – Precio Actual 9220 (fuente: Bloomberg)

Crecimiento BPA 2024 (%)	-5%
PER Actual (cierre septiembre)	10x
PER 2024 Estimado*	10,5x
Rentabilidad por Dividendo	4,12%

* PER 2024 Estimado refleja el ratio PER estimado para final de 2024 a precios actuales del índice y suponiendo que se cumpla la estimación de crecimiento de los Beneficios por Acción (BPA)

Catalizadores: la composición sectorial del mercado de RV español con un fuerte vínculo a los tipos de interés a través del sector financiero y al sector servicios, puede seguir ofreciendo un interesante viento de cola para los fundamentales de la economía durante la segunda parte de 2023.

Valoraciones: el Ibex-35 cotiza en línea con el resto de índices europeos y por debajo de su promedio históricos. No obstante, debido a su idiosincrasia, se podrían producir sorpresas positivas en beneficios, especialmente por el lado de los BPAs del sector bancario cuyo peso dentro del índice es muy significativo.

Perspectivas: tras ser uno de los pocos índices que mantuvo el tipo en 2022, el selectivo español podría seguir demostrando cierta solvencia de mantenerse el actual entorno restrictivo, siempre y cuando la economía no se aventura en un proceso recesivo. Las bajas expectativas de los inversores y su liviano posicionamiento podría ayudar en este sentido. Preferencia por gran capitalización.

Posicionamiento: Neutral

Perspectivas Renta Variable Emergentes



2024 BPA Escenarios

	Aceleración 87 Usd (+20%)	Consenso 84 Usd (+15%)	Recesión 65 Usd (-10%)
	87 Usd	84 Usd	65 Usd
15x	1314	1259	986
14x	1226,4	1175	920
13x	1138,8	1091	854
12x	1051,2	1007	788
11x	963,6	923	723
10x	876	840	657
9x	788,4	756	591

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia

Previsiones MSCI EM – 2024 – Precio Actual 951 (fuente: Bloomberg)

Crecimiento BPA 2024 (%)	+15%
PER Actual (cierre septiembre)	13,1x
PER 2024 Estimado*	11,5x
Rentabilidad por Dividendo	2,88%

* PER 2024 Estimado refleja el ratio PER estimado para final de 2024 a precio actuales del índice y suponiendo que se cumpla la estimación de crecimiento de los Beneficios por Acción (BPA)

Catalizadores: A pesar de la debilidad del USD, la falta de tracción en el crecimiento chino, los bajos precios de las mmpp y las políticas monetarias y fiscales restrictivas siguen actuando como viento de frente para el desempeño de los activos de RV EM. El factor diferencial seguirá siendo China, la cual sigue enfrascada en problemas tanto internos (sector inmobiliario, regulación, falta de consumo, etc.) y externos (guerra geopolítica con EEUU).

Valoraciones: vuelven a situarse por debajo de niveles históricos promedio y permanecen como uno de los activos más baratos, pero son necesarios catalizadores como frenar las caídas de BPAs para poder cristalizar el valor. Persiste la bifurcación en valoraciones entre compañías “queridas” y “odiadas” por lo que una reducción de la prima de riesgo podría seguir argumentando un mejor comportamiento relativo de las segundas.

Perspectivas: el desempeño de las acciones EM seguirá pivotando en un equilibrio entre eventos económicos y geopolíticos. Los fundamentales permanecen algo débiles, Preferencia por compañías de alta capitalización y Asia a nivel regional, si bien latam está mejorando claramente sus fundamentales tras la victoria de Lula y la tendencia de *nearshoring* en Méjico.

Posicionamiento: Infraponderar (incluye efecto divisa)

Asset Allocation 4º Trimestre 2023

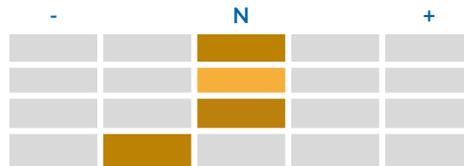
Asset Allocation

Detalle Regional

Renta Variable



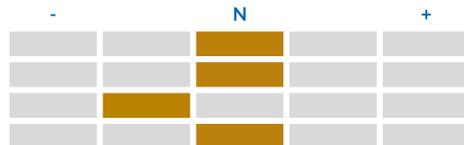
EE.UU.
Europa
España
Emergentes



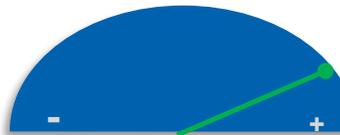
RF Corporativa



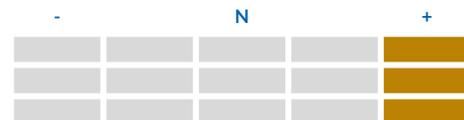
Europa
Periférica
EE.UU.
Emergentes



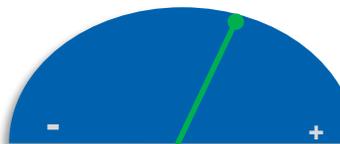
Deuda Pública



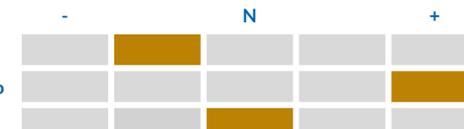
España
Alemania
EE.UU.



Otros



Retorno Absoluto
Mercado Monetario
USD



Resumen Estimaciones 2023

		Actual (Septiembre 2023)	Estimación 2023 - 2º Semestre
Crecimiento PIB (Interanual)		2.4% (yoy 2T)	1.6%
		0.5%(yoy 2T)	0.8%
		2.2%(yoy 1T)	1.5%
Inflación		3.7% (Agosto)	4.5%
		5.2% (Agosto)	5.3%
Petróleo	Brent	87 USD	Estabilidad
Tipos de interés		5.25% - 5.50%	5.25% / 5.50%
		4.50% (Depósito 4.00%)	4.50% (4.00% Depósito)
Rentabilidad 10yr		4.70%	3.75% - 4.00%
		4.00%	3.40% - 3.60%
		2.95%	2.50% - 2.75%
EUR/USD		1.05	1.04 - 1.08
EUR/GBP		0.8690	0.84 - 0.88
Spreads de crédito (IC)		85	100-120
Renta Variable	IBEX35	9.100	Neutral
	Eurostoxx50	4.120	Neutral
	S&P500	4.250	Neutral

Fuente: FMI, Afi y Consenso Analistas Bloomberg



Humanitzem les teves finances

www.caixaenginyers.com

© 2023. Caixa Enginyers | Tots els drets reservats