

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



NOVIEMBRE DE 2023



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*

- Eurozona, la hucha a reventar.
- La pendiente de la curva de tipos, ¿malos presagios?

➤ *Renta fija*

- El crédito europeo se encuentra en el nivel más sano de su historia.

➤ *Renta variable*

- El milagro de los márgenes.



Entorno de mercados

Eurozona, la hucha a reventar.

Desde el año 2019 el ingreso del sector privado ha crecido un punto más que el PIB, mientras que el consumo ha crecido casi dos puntos menos. La diferencia en los ritmos de crecimiento se ha reflejado en una acumulación sin precedentes del ahorro.

El ahorro acumulado (usando la desviación respecto a la tasa de ahorro del año 2019) ha alcanzado un 50% de la renta disponible (el exceso no varía mucho si usamos medias más largas, o incluso la de todo el periodo desde 1999). Para contextualizar el dato es importante saber que el ahorro acumulado, como porcentaje de la renta disponible, se mueve en un rango muy estrecho, de +/- cinco puntos, así que la situación actual es una anomalía descomunal.

El contraste con la situación de EE. UU. es llamativo; hasta el tercer trimestre de 2021 la acumulación de ahorro fue similar a ambos lados del Atlántico, pero desde entonces la tasa de ahorro en EE. UU. ha

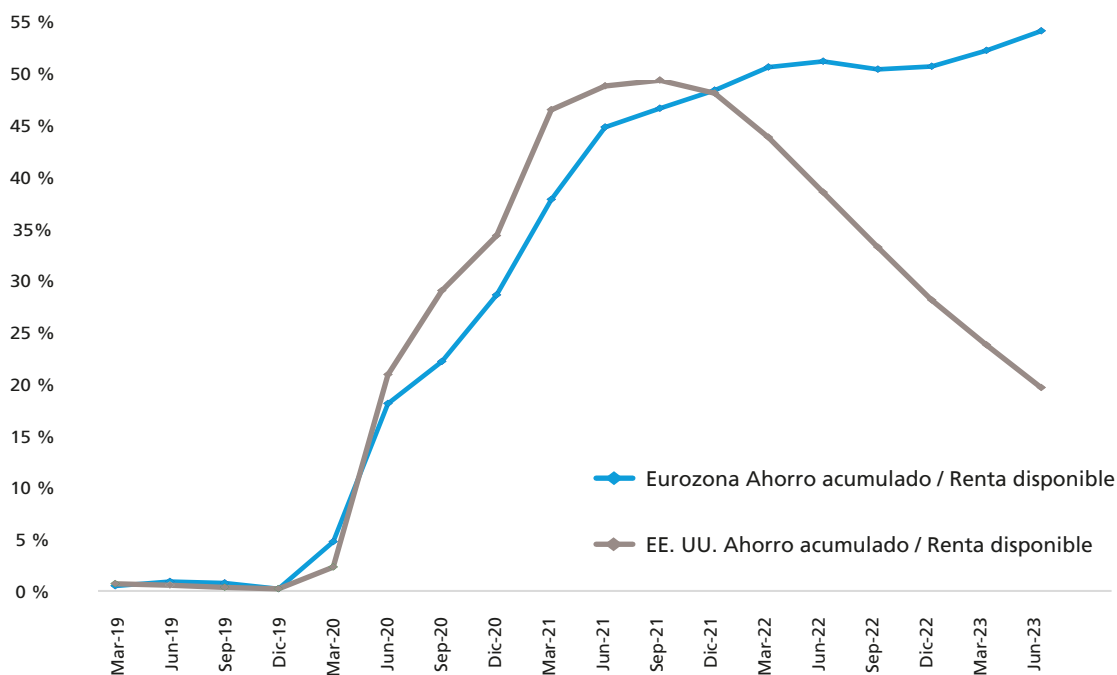
caído a la mitad del valor medio previo a la pandemia, los americanos se han gastado el exceso de ahorro con entusiasmo, y lo que les queda está concentrado en las familias más ricas, que gastan siempre una parte muy pequeña de su renta.

La situación en la Eurozona esconde realidades muy dispares, el exceso de ahorro en Alemania es el 120% de la renta disponible, en España el -3%, es decir, que aquí nos parecemos más a los estadounidenses y hemos vuelto a la normalidad, pero en el grupo de países más industrializados el nivel de ahorro se ha disparado. Curiosamente también en esos países el ingreso se ha acelerado más que en el resto, en Alemania la renta disponible por los hogares ha crecido desde 2019 2,5 puntos más que el PIB, algo que no ocurría desde la crisis del 2008. El nivel de ahorro acumulado en Alemania (y en el resto de los países industriales) tiene mucho que ver con la profunda transformación que está experimentando la economía. Como hemos explicado en otra ocasión, aunque la

creación de empleo ha sido robusta en el conjunto de la Eurozona (con un incremento desde 2019 de casi un 5%, el doble que en EE. UU.), en los países industriales ha sido más discreto, rozando el 2% y, sobre todo, la creación neta de empleo esconde una profunda variación sectorial, con destrucción en el sector de manufacturas más que compensada por el sector de servicios.

La anormal prudencia de los consumidores se debe a la incertidumbre que provoca este cambio, pero algún día desaparecerá la zozobra, nos acostumbraremos al nuevo modelo, y ese día la acumulación de ahorro actuará como un muelle comprimido al máximo para impulsar el crecimiento. Si los alemanes volvieran a su nivel usual de ahorro en un periodo de dos años la consecuencia sería que su crecimiento se duplicaría, ahora cuanto de eso sería vía precios y cuanto vía volumen es otro cantar (el crecimiento actual es de un 6% en términos nominales y de un 0,1% en volumen), pero siendo alemanes nos inclinamos más por lo segundo. A ver si ocurre pronto.

En la Eurozona el ahorro no cabe en la hucha. Desviación acumulada respecto a la media 2013 - 2019



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ Entorno de mercados

La pendiente de la curva de tipos, ¿malos presagios?

Es un fenómeno de sobra conocido, y manoseado, que cuando la diferencia entre los tipos de interés a 10 años y a 2 años se vuelve negativa (lo que se conoce como "inversión de la curva") al cabo de un tiempo se produce una desaceleración en la economía, o incluso una recesión, pero la parte clave del enunciado es ese "al cabo de un tiempo".

En las tres últimas recesiones en EE. UU. la diferencia temporal entre la inversión de la curva y el inicio de la recesión ha oscilado entre año y medio y tres años, con una media de dos años. Dado que las recesiones se han producido con un intervalo medio de ocho años la señal que da la curva no es muy útil, ocupa la cuarta parte del ciclo expansivo, y de hecho los periodos de inversión de curva han sido, como ocurre ahora, buenos momentos para invertir en bolsa, desde que se inició el

periodo actual de inversión, en julio del año pasado, la rentabilidad, con dividendo, de la bolsa en EE. UU. ha sido de un 11,7% y en la Eurozona de un 14,5%, como para hacerle caso a la curva.

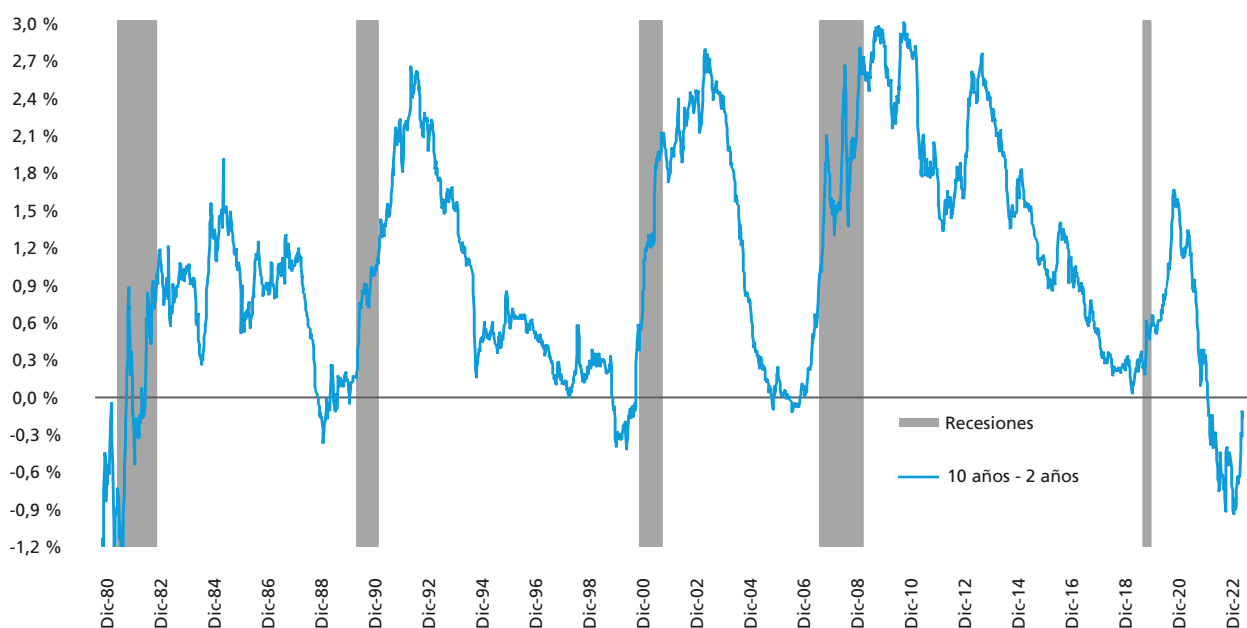
Menos utilizada, pero bastante más útil, es la señal que da la diferencia de tipos cuando pasa de negativa a positiva, en ese momento la recesión ha sido, hasta ahora, bastante más inminente, en promedio ha llegado a los cuatro meses desde el momento en que la diferencia pasa de negativa a positiva. La diferencia entre el tipo a 10 años y el de dos años alcanzó su punto mínimo en junio de este año, con un punto de diferencia (el bono a 10 años cotizaba a 3,8% y el de dos años a 4,8%), desde entonces se ha reducido hasta el nivel actual de 0,4 puntos (4,6% para el tipo a 10 años y 5% para el de 2 años). Si sigue a ese ritmo para Navidad habremos cruzado la línea fatídica, pero no parece probable, de hecho la diferencia llegó a reducirse a 0,2 puntos a finales de octubre

y desde entonces se ha vuelto más negativa otra vez.

El episodio actual tiene, además, un componente muy extraño. La vuelta desde el terreno negativo al positivo se ha producido, hasta ahora, por una caída en los tipos, pero mucho más fuerte en el tipo corto que en el tipo largo, y esa es la explicación de la eficacia de la señal; lo que el mercado anticipa es que el Banco Central tendrá que bajar tipos drásticamente para combatir la recesión inminente, y los tipos cortos son mucho más sensibles que los largos a ese cambio. En el episodio actual ha ocurrido lo contrario, los tipos han subido, pero más los largos que los cortos, así que más que anunciar una recesión lo que parece decirnos la curva es que el crecimiento (al menos el nominal) se mantendrá fuerte durante mucho tiempo.

Quizás no deberíamos preocuparnos por la señal de la curva, toda regla tiene sus excepciones.

Curva de tipo de interés y recesiones en EE. UU.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ **Renta fija**

El crédito europeo se encuentra en el nivel más sano de su historia.

El incremento de los tipos de interés nos parece, en la Eurozona, lo bastante razonable, quizás incluso excesivo, para el nivel de actividad actual (aunque como decíamos en el primer punto quizás la actividad sorprenda al alza en un futuro cercano, así que tampoco creemos que haya que lanzarse alegremente a la piscina).

El índice de bonos corporativos (los emitidos por empresas) ofrece una rentabilidad del 4,3% con un riesgo (en caso de subida de tipos) de 4,4 puntos de caída en precio por cada punto de subida en los tipos, es decir, que para no ganar dinero deberíamos ver una subida de casi un punto en la rentabilidad, pero el tipo de ese índice ha cotizado por encima del 5% solo un 15% del tiempo desde que se creó el

euro, en el periodo de máxima euforia entre el año 2007 y el 2009.

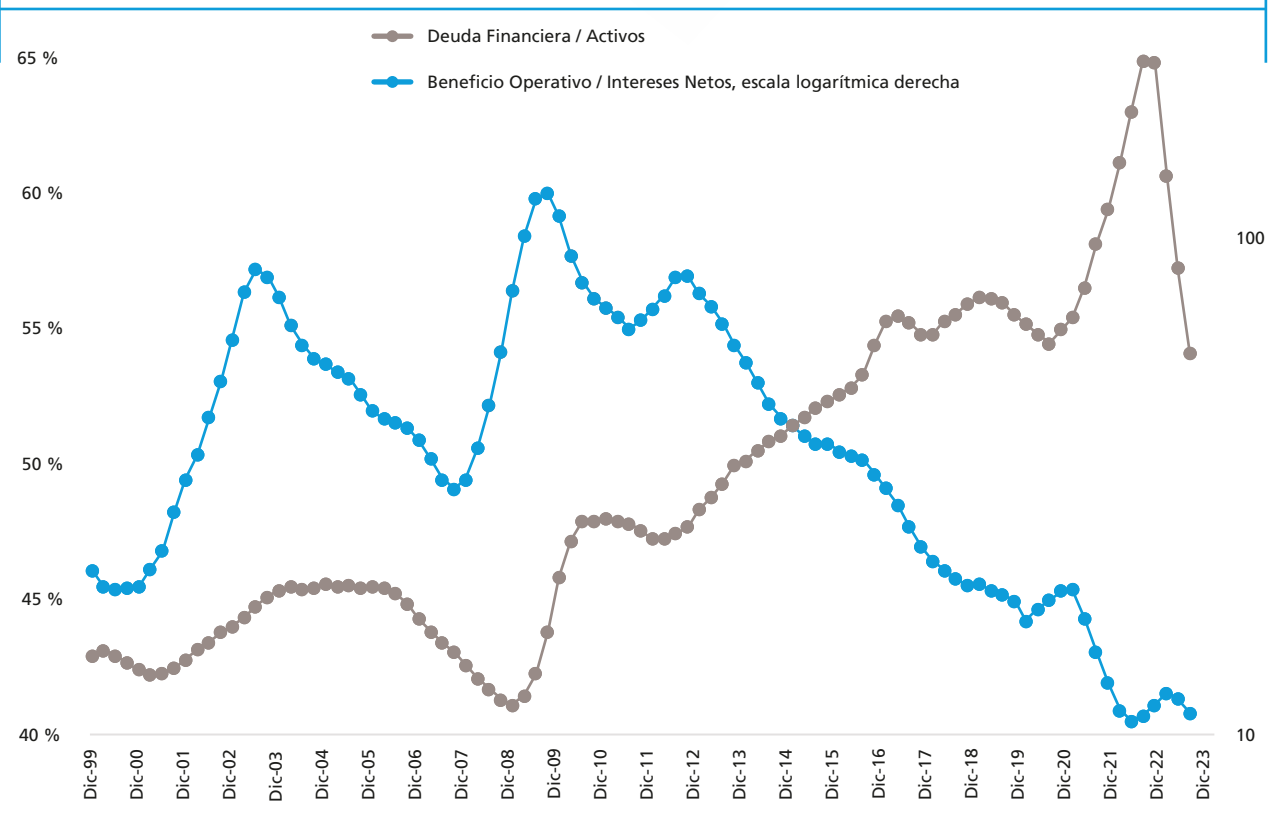
La relación rentabilidad riesgo por el lado de los tipos de interés nos parece suficientemente atractiva, pero tratándose de bonos corporativos existe otro riesgo, el de quiebras e impagos. Para compensarnos por ese riesgo los bonos corporativos ofrecen un diferencial de rentabilidad de 1,6 puntos, en la parte alta de su rango histórico, pero el riesgo que asumimos no está, ni de lejos, en la parte alta de su historia.

Para evaluar la deuda siempre debemos comparar peras con peras y manzanas con manzanas, es decir, nivel con nivel y flujo con flujo (por eso nos parece tan erróneo comparar la deuda, un nivel, con el PIB, un flujo). En las empresas la comparación de niveles se realiza con el peso de la deuda en el balance (con la ratio de deuda sobre activos totales), y la de

flujos con el beneficio operativo respecto al pago de intereses; en ambas comparaciones el nivel actual es, sin duda, el más solvente de la historia del euro. La deuda supone un 40% de los activos, cuando antes de la pandemia era un 45% y la media entre 1999 y 2019 del 52%, estamos en el mínimo histórico. El beneficio operativo cubre 60 veces el pago de los intereses, la media histórica es de la mitad y, quitando los meses excepcionales de la pandemia (que disparan esa ratio por la desaparición del flujo de intereses, lo que nos han obligado a usar una escala logarítmica en el gráfico para poder apreciar los detalles) el máximo histórico fue de 75 veces en diciembre de 2018 (y el mínimo de 11 veces diez años antes).

Si por el lado de los tipos la relación rentabilidad riesgo nos parecía razonable por el lado del riesgo de crédito nos parece muy poco razonable, es demasiado atractiva.

Empresas no Financieras de la Eurozona. Deuda Financiera / Activos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta variable**

El milagro de los márgenes.

dad es que la valoración relativa de los dos Por segundo trimestre consecutivo los datos empresariales muestran una ligera recuperación del margen de beneficios (que recordemos es la ratio del beneficio entre las ventas), y ello pese a un entorno en el que los salarios suben más rápido que la inflación, es decir, que el precio del coste más importante para la empresas sube más que el precio al que pueden vender sus producto. Eso es un fuerte viento en contra, al que hay que añadir que continua también la acción de cizalla entre el coste de los insumos (energía, materias primas y bienes intermedios) y el del producto final como muestra la evolución del margen bruto.

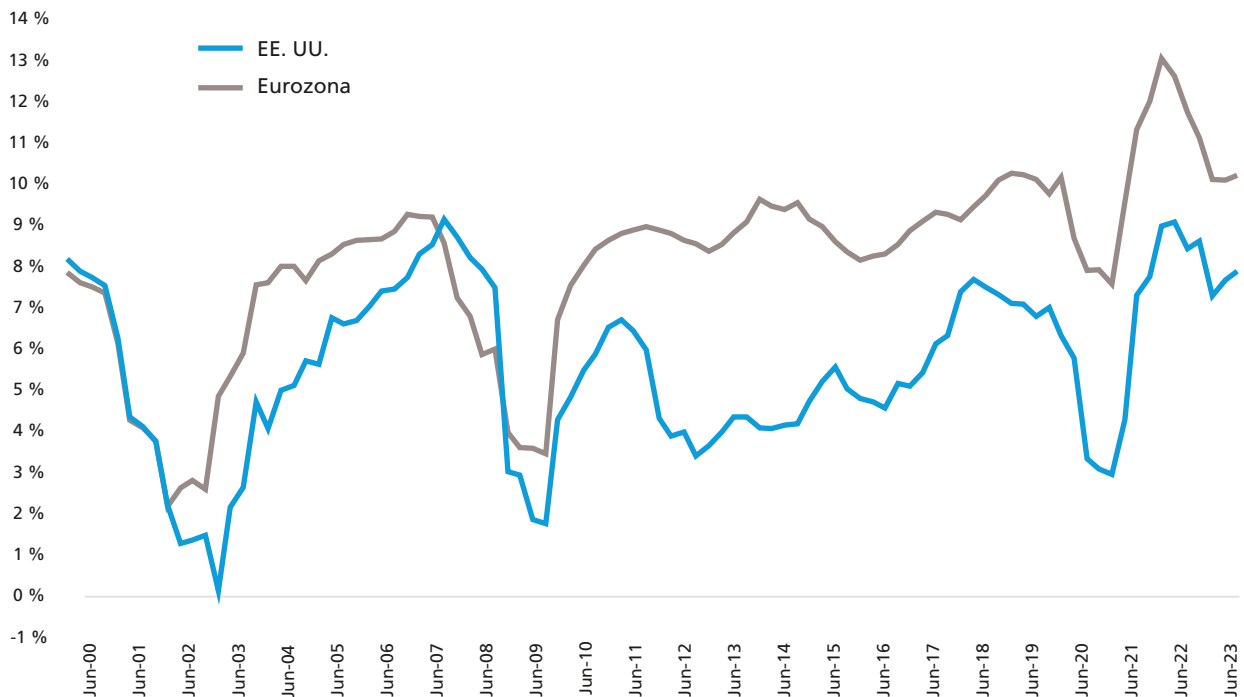
Que en esas circunstancias las empresas sean capaces de estabilizar su margen es,

para nosotros, la primera manifestación de las ganancias de productividad que se abren con las nuevas tecnologías de Inteligencia Artificial, Robotización, Nuevos Materiales, etc.

Nos confirma en esta tesis (y nos reconforta, que en estas apuestas siempre está trabajando con hipótesis y nunca con certidumbres) que si bajamos a nivel sectorial hay una correlación muy clara entre mejora del margen y margen inicial. Desde hace tiempo nos ha parecido que los principales beneficiarios de esta revolución tecnológica no son los sectores, y empresas, que ya gozan de márgenes muy elevados porque hace tiempo que dieron el salto, si no los otros, los que tienen márgenes bajos, porque hasta ahora la tecnología no les permitía mejorar la eficiencia de su recurso más caro, el factor trabajo. Entre los sectores que más han

mejorad en relativo están Servicios al Consumo (dónde se ubican cadenas de restaurantes como McDonald's o de hoteles como Marriot), Servicios Profesionales, que agrupa desde empresas de gestión de residuos a gestión de inmuebles, y Distribución Minorista tradicional; todos estos sectores tienen en común tareas difícilmente automatizables (hasta ahora) y por ello elevados costes de personal y márgenes relativamente bajos; también lo han hecho bien compañías de hospitales y aseguradoras, probablemente por las mismas razones. Por el contrario entre los sectores que peor lo han hecho en términos de márgenes están la compañía de biotecnología, que difícilmente pueden reducir más sus costes de personal, o las de tecnología, pero también las de lujo, pero ese es otro problema.

Margen de Beneficios Índices Bursátiles. Beneficios / Ventas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.