

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



OCTUBRE DE 2023



Banco del Año
2021 en España



Mejor Entidad de Banca de Particulares el Mundo 2022
Mejor Banco en España y en Europa Occidental 2022
Mejor Banco Digital en Banca de Particulares en España 2022
Banco más Innovador 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, un estancamiento muy productivo.
- EE.UU., crecimiento pre “post moderno”.

➤ *Renta fija*

- Los tipos de interés (casi) aceptan la realidad.

➤ *Renta variable*

- La valoración de la bolsa no es excesiva para el nivel de tipos.



» **Entorno de mercados**

Eurozona, un estancamiento muy productivo.

El nulo crecimiento de la Eurozona está, paradójicamente, acompañado de un fuerte incremento de la inversión productiva, que ha vuelto a niveles que no veíamos desde antes de la crisis del 2008.

Para darnos cuenta de lo paradójico basta constatar que desde el máximo del PIB en 2008 al siguiente máximo, en 2019, el crecimiento de la inversión productiva fue un 9 % del crecimiento del PIB, mientras que desde el máximo de 2019 a junio de este año ha sido el 50 %. Si preferimos comparar de mínimo a máximo, en el ciclo que acabó en 2008 con un crecimiento del PIB del 12 % la inversión productiva subió su peso en el PIB un punto, en el último ciclo con una subida del PIB sólo ligeramente superior, del 13 %, la inversión productiva ha incrementado su peso en el doble, dos puntos más que desde el mínimo.

La composición también ha sido muy distinta; la inversión productiva se compone de tres

elementos -estructuras (puentes, fábricas etc.), maquinaria y propiedad intelectual (el producto de la I + D). En el incremento del principio de siglo el 85% vino por el componente de maquinaria y, dado que desde el punto de vista geográfico España aportó casi el 40 % del crecimiento, probablemente estaba asociada a las necesidades de la construcción inmobiliaria, propiciada por la burbuja. En el crecimiento que estamos viviendo ahora la propiedad intelectual contribuye más de la mitad, o visto de otro modo, con un peso de la inversión productiva hoy en día similar al de 2007, el componente de I + D ha subido un punto y medio, lo que significa que los otros dos sectores han bajado lo mismo.

También la contribución de los países ha variado significativamente, si excluimos a Irlanda (que por la manía de las multinacionales de transferir sus patentes a sus filiales en ese país introduce una enorme distorsión en los datos), Alemania representaba en los primeros años del siglo, más del 25 % de la inversión productiva, y

Francia un 20 %, pero ahora prácticamente se han igualado, Alemania sigue pesando lo mismo, pero Francia ha incrementado su peso en cuatro puntos. La mejora de Francia ha venido de la mano del I + D, donde su peso en el conjunto de la Eurozona supera al de Alemania. En términos de su propio PIB está a la cabeza de (casi) toda Europa, sólo Suecia la supera, y por poco. En los últimos 20 años Francia ha pasado del 27 % del total de la inversión en propiedad intelectual en la Eurozona al 31 % (cuando su PIB es solo un 20 % del total), aunque la verdad es que casi todo ha ocurrido durante la presidencia del señor Macron, para que luego se quejen los franceses. El segundo país con más crecimiento en la inversión en I + D ha sido España, hemos crecido un punto y medio, pero veníamos de muy abajo; con un PIB que supone el 11 % del total de la Eurozona nuestra inversión en I + D es el 8,4 % del total, es decir que la ratio entre el peso relativo de nuestra inversión y de nuestra economía es del 76 %, frente al 155 % de Francia. Nos queda mucho por hacer.

Eurozona. Peso de la inversión no residencial en el PIB



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Entorno de mercados

EE.UU., crecimiento pre “post moderno”.

La creación de empleo es el mejor indicador que tenemos hoy en día para conocer los pesos relativos de los sectores (ya que en una economía de servicios con frecuencia es demasiado difícil medir la “producción”, y con frecuencia se recurre al coste agregado del sector, confundiendo, y nunca mejor dicho, “el culo con las tórnoras”). Para saber que sectores crecen, y cuales decrecen, dentro de la economía es conveniente medir la evolución de “pico a pico”, es decir, entre cada máximo de empleo cíclico, si no lo que medimos es más bien la ciclicidad intrínseca de cada sector.

Realizar ese ejercicio para la economía de EE. UU. es muy ilustrativo de cuánto han cambiado las cosas. Si nos vamos al nivel más detallado de actividad, los mayores crecimiento de empleo que se vivieron entre diciembre de 2007, el punto álgido del ciclo anterior, y febrero de 2020 -fueron en “Salones de manicura”, “Cuidados de animales domésticos” y “Elaboradores de cerveza”-, pero entre febrero de 2020 y

septiembre de este año el podio lo ocupan la “Investigación en nanotecnología”, la “Logística” y la “Fabricación de vehículos”. Es anecdótico, pero refleja muy bien el cambio que se ha producido en Occidente de economías basadas en el consumo y el ocio hacia economías que, vuelta a las raíces, se basan en la producción.

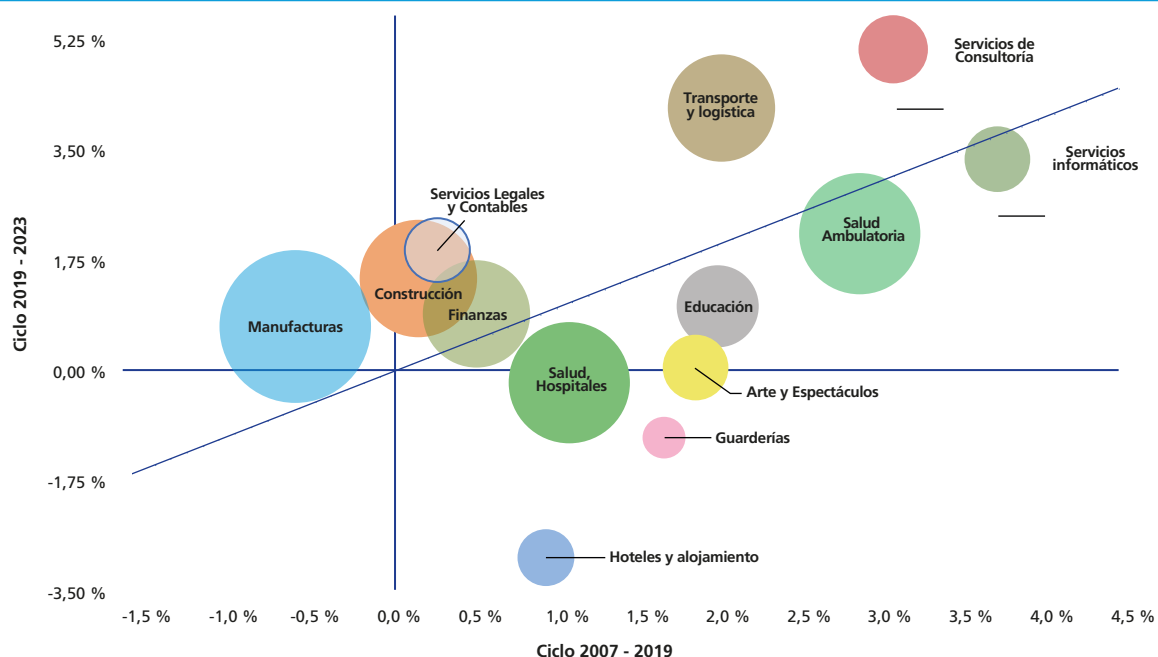
Si nos vamos a agregados sectoriales más amplios pasamos de la anécdota a la evidencia; la producción de manufacturas destruyó empleo entre 2007 y 2020, mientras que en éste ha contribuido casi en un 5 % al empleo creado, el sector de ocio -el mayor creador de empleo entre 2007 y 2020- ha destruido empleo desde entonces (de hecho de los 20 grandes sectores es exactamente el último), y a estas alturas no creo que sea posible achacar a la pandemia ese efecto.

En general, con una excepción que comentaremos, todos los sectores que están siendo muy activos creando empleo en este ciclo están ligados a la producción, aunque es verdad que en algún caso (logística por ejemplo), también lo eran en el ciclo anterior. Aquí se mezclan tendencias, el incremento del

consumo desde casa por un lado, que venía de antes, con las necesidades de las empresas industriales, que emergen ahora, pero en otros casos se trata de verdaderos renacimientos, ya hemos comentado el caso de la fabricación de vehículos, pero industrias tan olvidadas como la manufactura de productos de madera también han invertido la tendencia y de destruir empleo ahora lo crean.

Las consecuencias del final de la globalización, y su corolario la reindustrialización de Occidente, ya se están manifestando. No lo decimos con alegría, renunciar a la eficiencia del sistema global de producción será una pérdida para todos (aunque los fabricantes de artículos de madera no lo verán así) y no olvidemos que las economías “Pre Post Modernas” tenían sus inconvenientes, entre otros eran más volátiles, es decir, que los ciclos económicos eran más cortos y abruptos, no siempre volver al pasado es buena idea. La excepción que mencionábamos es un nicho muy especializado del sector salud, los “Servicios ambulatorios de Salud Mental” ha sido el quinto sub sector más dinámico, con un incremento en el empleo de casi un 40%, ahí sí que se ve la huella de la pandemia.

Crecimiento sectorial anualizado, de máximo a máximo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



➤ **Renta fija**

Los tipos de interés (casi) aceptan la realidad.

Después de hacernos esperar demasiado tiempo los tipos de interés de largo plazo han recuperado niveles que ya son acordes con la realidad que vivimos.

El último ciclo “Pre Post Moderno” que vivimos fue el que se desarrolló entre 2003 y 2007. En ese ciclo el crecimiento nominal de la economía fue, en media, del 6 %, y el real del 3 %, cifras similares a las del ciclo actual, donde en los últimos 12 meses el crecimiento nominal también ha sido del 6 %. La inflación, con el indicador que utiliza la Reserva Federal, se mantuvo por encima del objetivo del 2 % durante cuatro años y la Reserva Federal inició el ciclo con un tipo de intervención por debajo de la inflación y lo mantuvo así 18 meses, y cuando pasó a ser superior a la inflación alcanzó una diferencia

máxima de 3 puntos. En ciclo actual el tipo ha estado por debajo de la inflación hasta abril de este año y la diferencia se sitúa ahora por debajo de 1,5 puntos (aunque si la inflación alcanza niveles del 3 % y la Reserva Federal sube un par de veces más los tipos rondaremos los 3 puntos de diferencia).

Parece razonable pensar que los tipos a 10 años podrían moverse en un rango similar al del ciclo 2003 – 2007, pero los inversores han tardado casi dos años en aceptarlo. Tampoco es tanto, después de la crisis de 2008 los inversores en Renta Fija tardaron casi cuatro años en encontrar el nuevo rango para los bonos.

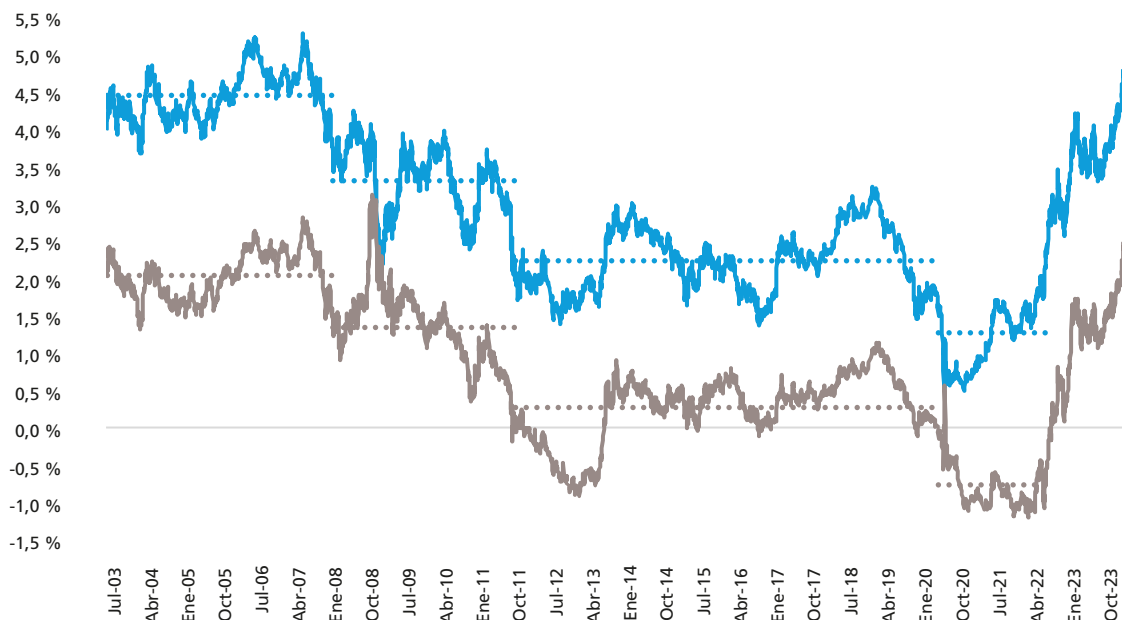
Decir que hemos llegado a un rango razonable no es decir que no habrá volatilidad, entre 2003 y 2008 la TIR media de los bonos a 10 años fue del 4,5 %, pero el rango se movió entre 3,7 % y 5,3 %, y estuvo un tercio del

tiempo por encima del nivel actual (4,65 %). Lo mismo podemos decir para los tipos reales, la media del ciclo 2003 – 2007 fue del 2 %, con un mínimo de 1,3 % y un máximo de 2,8 %, el nivel actual, 2,3 %, puede oscilar bastante.

La inflación que iguala el tipo nominal con el real es del 2,3 % ¿es esa una buena indicación de lo que ocurrirá con la inflación? Más bien no, la inflación implícita y la realizada solo coinciden de vez en cuando por casualidad, en horizontes de 5 años las diferencias son de dos puntos (por debajo y por encima).

Los inversores en bonos no son más capaces de acertar con la inflación que los economistas o, si vamos a eso, que un pronóstico echando una moneda al aire.

EE.UU., los tipos aceptan el nuevo ciclo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

➤ **Renta variable**

La valoración de la bolsa no es excesiva para el nivel de tipos.

La subida de los tipos de interés de largo plazo ha despertado todo tipo de comentarios sobre su potencial impacto en la valoración bursátil, pero la verdad es que la valoración relativa de los dos activos está perfectamente ajustada a su relación histórica.

La manera usual de medir la valoración relativa es comparar la rentabilidad de los bonos con la ratio del beneficio de la bolsa entre su precio, lo que es un atajo razonable. En la actualidad el bono en EE. UU. cotiza a una TIR del 4,65 % y el beneficio por acción del S&P 500 es de 217 dólares, que a un precio de 4310 (usando la media de las cinco últimas sesiones), supone una rentabilidad por beneficio del 5 %, es decir 0,35 puntos más que el bono ¿es suficiente esa prima? No lo sabemos, pero la estadística nos dice que es bastante razonable.

Si observamos cómo se comporta la rentabilidad por beneficio con relación a los tipos (con datos semanales desde 1962, que

es una buena muestra) vemos que, en general, su sensibilidad es algo menos de un 50 % (es decir, que si los tipos suben un punto, la rentabilidad por beneficio, históricamente, sube algo menos de medio punto), eso es razonable, porque la volatilidad de la economía y, por lo tanto, la de los beneficios es bastante menor que la de los tipos. Esa menor sensibilidad implica que la diferencia entre la rentabilidad por beneficio y los tipos tiene una correlación negativa, cuando los tipos bajan la rentabilidad por beneficio también baja, pero menos, con lo que la prima se reduce, y viceversa.

Si observamos la correlación entre la prima y los tipos vemos que es estable desde 1985, y que también lo fue entre 1962 y 1973. La relación estadística se perdió en los años 70, durante las convulsiones de la “estanflación”, y cuando se recuperó, a principios de los años 80, se había desplazado considerablemente, la pendiente era la misma, pero para cada nivel de tipos la prima era mucho mayor que antes de 1973, es decir, que había más miedo.

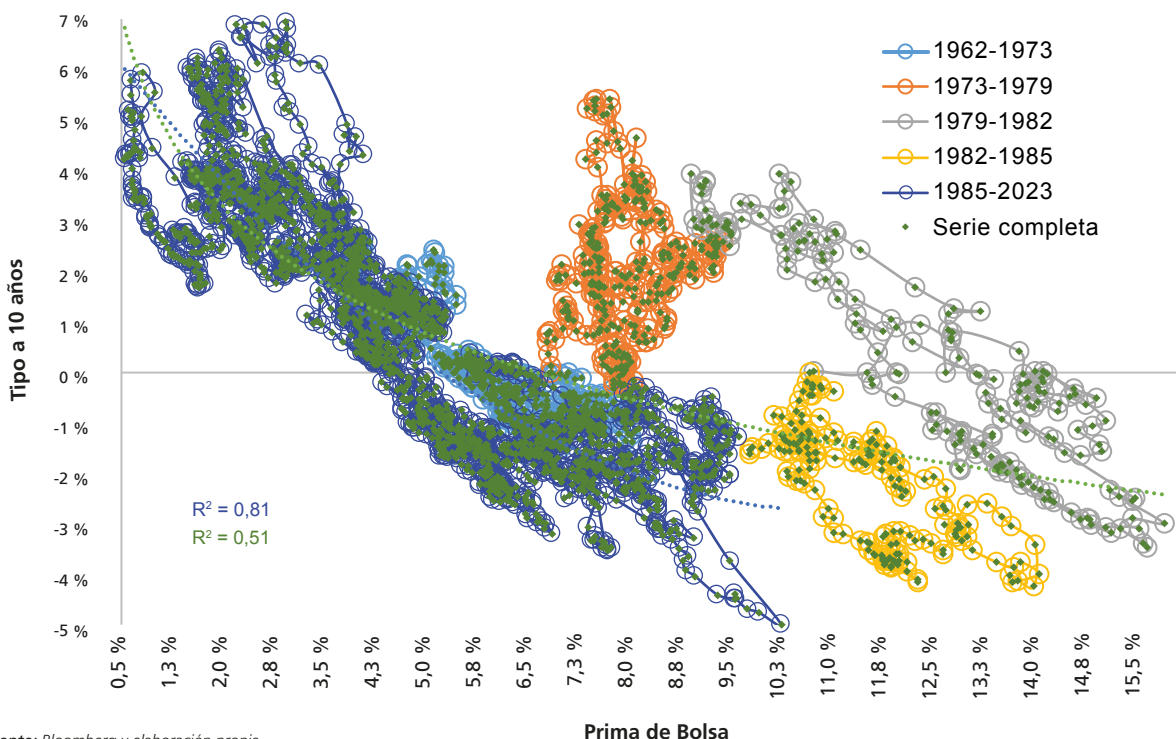
A lo largo de los 80 se fue recuperando la confianza, y desde entonces la relación se ha mantenido.

Este largo rodeo por la historia nos lleva a la situación actual; la relación estadística nos dice que la prima debería ser algo mayor, 0,6 puntos, pero que la desviación actual es estadísticamente insignificante (0,3 desviaciones típicas para los puristas); nos encontramos más cerca del valor “estadísticamente correcto” de lo que solemos estar en el 80 % de los casos, así que es difícil afirmar que la bolsa está cara con relación a los tipos.

La desviación previa a correcciones bursátiles ha estado siempre por debajo de 1,5 desviaciones típicas, lo que en la situación actual significaría una rentabilidad por beneficio del 3,8 %, o lo que es lo mismo, un PER de más de 26 veces.

La bolsa puede corregir por cualquier motivo (o incluso sin motivo), pero no podremos echar la culpa a la valoración relativa.

La prima de Bolsa está ajustada. Datos semanales para el S&P 500 desde 1962



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.