

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



NOVEMBRE DE 2023



Banc de l'Any
2021 a Espanya



Millor Entitat de Banca de Particulars el Món 2022
Millor Banc a Espanya i a Europa Occidental 2022
Millor Banc Digital en Banca de Particulars a Espanya 2022
Banc més Innovador d'Europa Occidental 2022

 **CaixaBank**
Banca Premier

Advertiments legals: Aquest document l'ha elaborat CaixaBank, SA (CaixaBank) amb la finalitat de proporcionar informació general en la data d'emissió de l'informe. Les opinions que s'hi expressen, la informació i els aspectes financers, econòmics i/o de mercat no són en cap cas definitius, i poden variar sense avís previ. Ni CaixaBank ni cap de les empreses del Grup no assumeixen el compromís de comunicar aquests canvis ni d'actualitzar el contingut d'aquest document. Ni el document ni el contingut són cap oferta, invitació o sol.licitud de compra o subscripció de valors o d'altres instruments, ni de realització i cancel.lació d'inversions, ni tampoc poden servir de base en contractes, compromisos o decisions de cap mena ni es poden interpretar com a assessorament legal, financer, comptable o fiscal. Aquest informe no presta assessorament financer personalitzat. S'ha elaborat independentment de les circumstàncies i els objectius financers particulars de les persones que el reben. La informació que s'hi inclou s'ha obtingut de fonts públiques que es consideren fiables i, tot i que s'ha tingut una cura raonable per garantir que no sigui incerta ni inequívoca quan es publiqui, no manifestem que sigui exacta ni completa i no s'hi ha de confiar com si ho fos. Ni CaixaBank ni les empreses del grup assumeixen cap responsabilitat per pèrdua, directa o indirecta, que pugui resultar de l'ús de la informació que ofereix aquest informe. Addicionalment, ni CaixaBank ni les empreses del Grup no accepten cap responsabilitat per la utilització que faci d'aquest informe qualsevol tercer que no sigui el destinatari. Els comportaments de variables en el passat poden no ser un bon indicador de resultat en el futur. Si vol informació addicional a la informació que conté aquest informe, la pot demanar en qualsevol oficina de Banca Privada de CaixaBank, SA © CaixaBank, SA. Tots els drets reservats. En particular, se'n prohibeix la reproducció, la comunicació i l'accés a tercers no autoritzats.



➤ *Entorn de mercats*

- Eurozona, la guardiola a punt de rebentar.

➤ *Renda fixa*

- Pendent de la corba de tipus, mals presagis?
- El crèdit europeu està en el nivell més sa de la història.

➤ *Renda variable*

- El miracle dels marges.

► Entorn de mercats

Eurozona, la guardiola a punt de rebotar.

Des de l'any 2019, l'ingrés del sector privat ha crescut un punt més que el PIB, mentre que el consum ha crescut gairebé dos punts menys. La diferència dels ritmes de creixement s'ha reflectit en una acumulació de l'estalvi sense precedents.

L'estalvi acumulat (fent servir la desviació respecte a la taxa d'estalvi de l'any 2019) ha assolit un 50% de la renda disponible (l'excés no varia gaire si fem servir mitjanes més llargues, o fins i tot la de tot el període des del 1999). Per contextualitzar la dada, és important saber que l'estalvi acumulat, com a percentatge de la renda disponible, es mou en un rang molt estret, de +/- cinc punts, així que la situació actual és una anomalia descomunal.

El contrast amb la situació dels EUA és cridaner, fins al tercer trimestre del 2021, l'acumulació d'estalvi va ser similar a banda i banda de l'Atlàntic, però des de llavors la taxa d'estalvi als EUA ha caigut a la meitat del valor mitjà

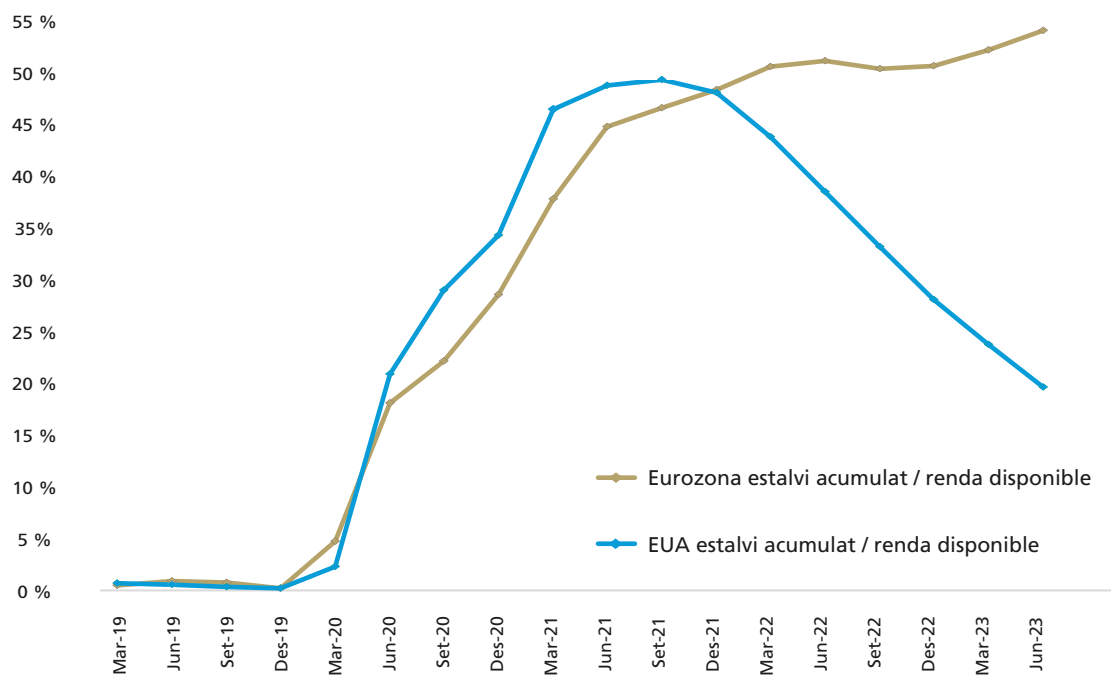
previ a la pandèmia, els americans s'han gastat l'excés d'estalvi amb entusiasme, i allò que els queda està concentrat en les famílies més riques, que sempre gasten una part molt petita de la seva renda.

La situació a l'Eurozona amaga realitats molt dispars, l'excés d'estalvi a Alemanya és el 120% de la renda disponible, a Espanya el -3%, és a dir, que aquí ens assemblem més als nord-americans i hem tornat a la normalitat, però al grup de països més industrialitzats el nivell d'estalvi s'ha disparat. Curiosament, també en aquests països l'ingrés s'ha accelerat més que a la resta, a Alemanya la renda disponible per a les llars ha crescut des del 2019 2,5 punts més que el PIB, cosa que no passava des de la crisi del 2008. El nivell d'estalvi acumulat a Alemanya (i a la resta dels països industrials) té molt a veure amb la transformació profunda que experimenta l'economia. Tal com hem explicat en una altra ocasió, encara que la creació d'ocupació ha estat robusta en el conjunt de l'Eurozona (amb un increment des del 2019 de gairebé un 5%,

el doble que als EUA), als països industrials ha estat més discreta, vorejant el 2% i, sobretot, la creació neta d'ocupació amaga una profunda variació sectorial, amb destrucció al sector de manufactures més que compensada pel sector serveis.

La prudència anormal dels consumidors es deu a la incertesa que provoca aquest canvi, però algun dia desapareixerà l'angoixa, ens acostumarem al nou model, i aquell dia l'acumulació d'estalvi actuarà com una molla comprimida al màxim per impulsar el creixement. Si els alemanys tornessin al nivell d'estalvi usual, en un període de dos anys la conseqüència seria que el seu creixement es duplicaria, ara, quina part seria via preus i quina part via volum és una altra història (el creixement actual és d'un 6% en termes nominals i d'un 0,1% en volum), però, sent alemanys, ens inclinem més pel segon. A veure si passa aviat.

A l'Eurozona, l'estalvi no cap a la guardiola. Desviació acumulada respecte a la mitjana 2014 - 2019



Font: Bloomberg i elaboració pròpia.

➤ Renda fixa

Pendent de la corba de tipus, mals presagis?

És un fenomen conegut de sobres, i grapejat, que quan la diferència entre els tipus d'interès a 10 anys i 2 anys es torna negativa (el que es coneix com a inversió de la corba), al cap d'un temps es produeix una desacceleració en l'economia, o fins i tot una recessió, però la part clau de l'enunciat és aquest al cap d'un temps.

Les tres últimes recessions als EUA, la diferència temporal entre la inversió de la corba i l'inici de la recessió ha oscil·lat entre un any i mig i tres anys, amb una mitjana de dos anys. Atès que les recessions s'han produït amb un interval mitjà de vuit anys, el senyal que dona la corba no és gaire útil, ocupa la quarta part del cicle expansiu, i, de fet, els períodes d'inversió de corba han estat, com passa ara, bons moments per invertir en borsa, des que es va iniciar el període actual d'inversió, el juliol de l'any passat, la rendibili-

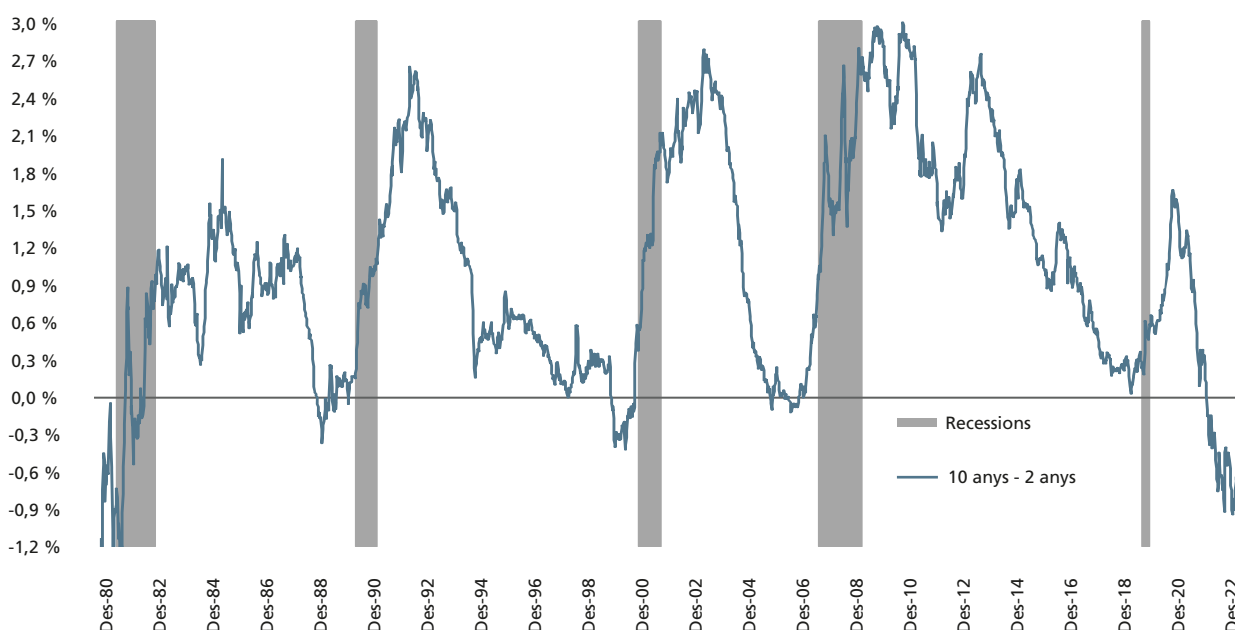
tat, amb dividend, de la borsa als EUA ha estat de 11,7% i a l'Eurozona d'un 14,5%, així que no podem fer cas a la corba.

Menys utilitzat, però força més útil, és el senyal que dona la diferència de tipus quan passa de negatiu a positiu; en aquell moment, la recessió ha estat, fins ara, força més imminent, de mitjana ha arribat als quatre mesos, des del moment que la diferència passa de negativa a positiva. La diferència entre el tipus a 10 anys i el de dos anys va assolir el punt mínim el juny d'aquest any, amb un punt de diferència (el bo a 10 anys cotitzava a 3,8% i el de dos anys a 4,8%), des de llavors s'ha reduït fins al nivell actual, de 0,4 punts (4,6% per al tipus a 10 anys i 5% per al de 2 anys). Si segueix aquest ritme, per Nadal haurem creuat la línia fatídica, però no sembla probable, de fet, la diferència va arribar a reduir-se a 0,2 punts a finals d'octubre, i des de llavors s'ha tornat més negativa un altre cop.

L'episodi actual, a més, té un component molt estrany. El retorn del terreny negatiu al positiu s'ha produït, fins ara, per una caiguda dels tipus, però molt més fort en el tipus curt que en el tipus llarg, i aquesta és l'explicació de l'eficàcia del senyal; el que anticipa el mercat és que el banc central haurà de baixar tipus dràsticament per combatre la recessió imminent, i els tipus curts són molt més sensibles que els llargs a aquest canvi. En l'episodi actual, ha passat el contrari, els tipus han pujat, però més els llargs que no pas els curts, així que, més que anunciar una recessió, el que sembla dir-nos la corba és que el creixement (almenys el nominal) es mantindrà fort durant molt de temps.

Potser no ens hauríem de preocupar pel senyal de la corba, totes les regles tenen excepcions.

Corba de tipus d'interès i recessions als EUA



Font: Bloomberg i elaboració pròpia.

➤ Renda fixa

El crèdit europeu es troba en el nivell més sa de la història.

L'increment dels tipus d'interès ens sembla, a l'Eurozona, prou raonable, potser fins i tot excessiu, per al nivell d'activitat actual (tot i que, com dèiem al primer punt, potser l'activitat sorprengui a l'alça en un futur proper, així que tampoc no creiem que calgui llançar-se alegrement a la piscina).

L'índex de bons corporatius (els que emeten les empreses) ofereix una rendibilitat del 4,3% amb un risc (en cas de pujada de tipus) de 4,4 punts de caiguda en preu per cada punt de pujada en els tipus, és a dir, que per no guanyar diners hauríem de veure una pujada de gairebé un punt a la rendibilitat, però el tipus d'aquest índex ha cotitzat per sobre del 5% només un 15% del temps, des que es va crear l'euro, en el període de màxima eufòria entre el 2007 i el 2009.

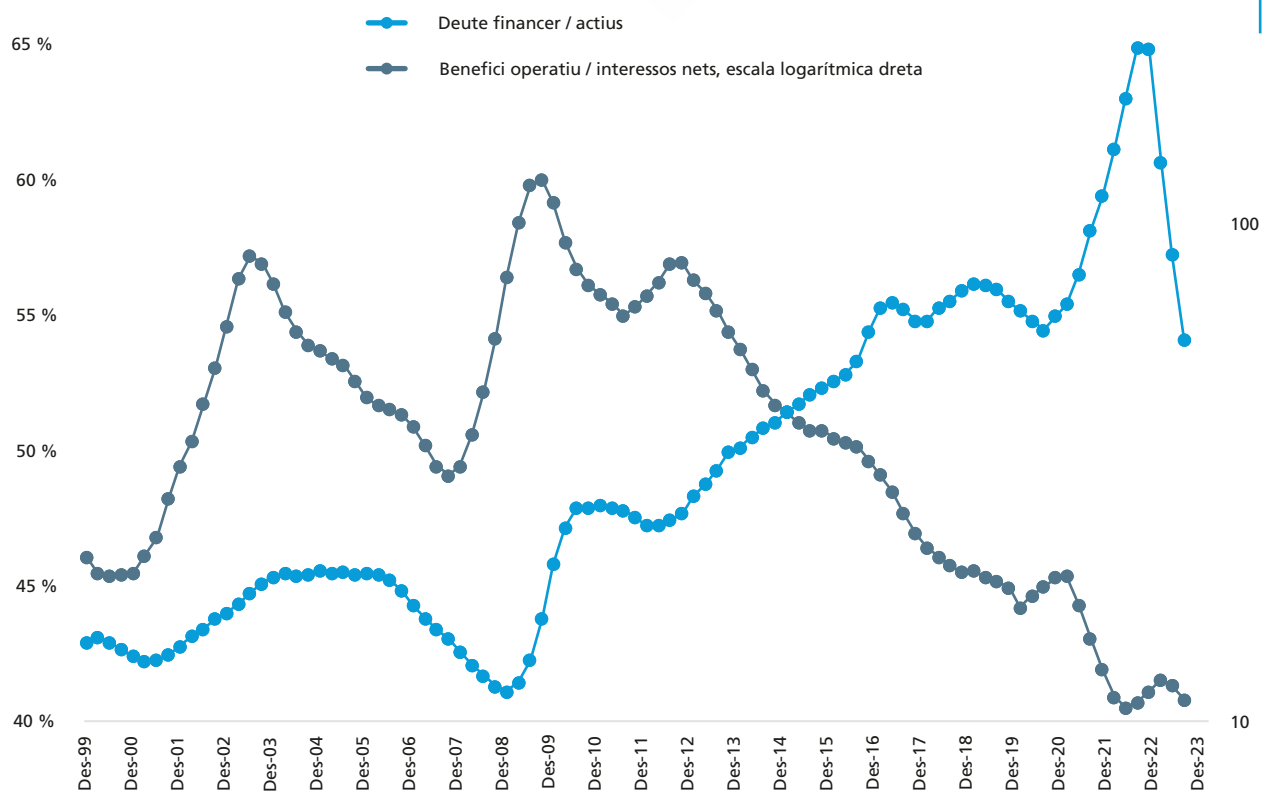
La relació rendibilitat risc, per la banda dels tipus d'interès, ens sembla prou atractiva, però tractant-se de bons corporatius hi ha un altre risc, el de fallides i impagaments. Per compensar-nos per aquest risc, els bons corporatius ofereixen un diferencial de rendibilitat d'1,6 punts, a la part alta del seu rang històric, però el risc que assumim no és, ni de lluny, a la part alta de la seva història.

Per avaluar el deute sempre hem de comparar peres amb peres i pomes amb pomes, és a dir, nivell amb nivell i flux amb flux (per això ens sembla tan erroni comparar el deute, un nivell, amb el PIB, un flux). A les empreses, la comparació de nivells es fa amb el pes del deute en el balanç (amb la ràtio de deute sobre actius totals), i la de fluxos amb el benefici operatiu respecte al pagament d'interessos; en totes dues comparacions, el nivell actual és, sens dubte, el més solvent de la història de l'euro.

El deute suposa un 40% dels actius, quan abans de la pandèmia era un 45% i la mitjana entre el 1999 i el 2019 un 52%, estem en el mínim històric. El benefici operatiu cobreix 60 vegades el pagament dels interessos, la mitjana històrica és de la meitat i, traient els mesos excepcionals de la pandèmia (que disparen aquesta ràtio per la desaparició del flux d'interessos, cosa que ens han obligat a fer servir una escala logarítmica al gràfic per poder apreciar-ne els detalls), el màxim històric va ser de 75 vegades, el desembre del 2018 (i el mínim d'11 vegades, deu anys abans).

Si per la banda dels tipus la relació rendibilitat risc ens semblava raonable, per la banda del risc de crèdit ens sembla molt poc raonable, és massa atractiva.

Empreses no financeres de l'Eurozona. Deute financer / actius



Font: Bloomberg i elaboració pròpia.

► Renda variable

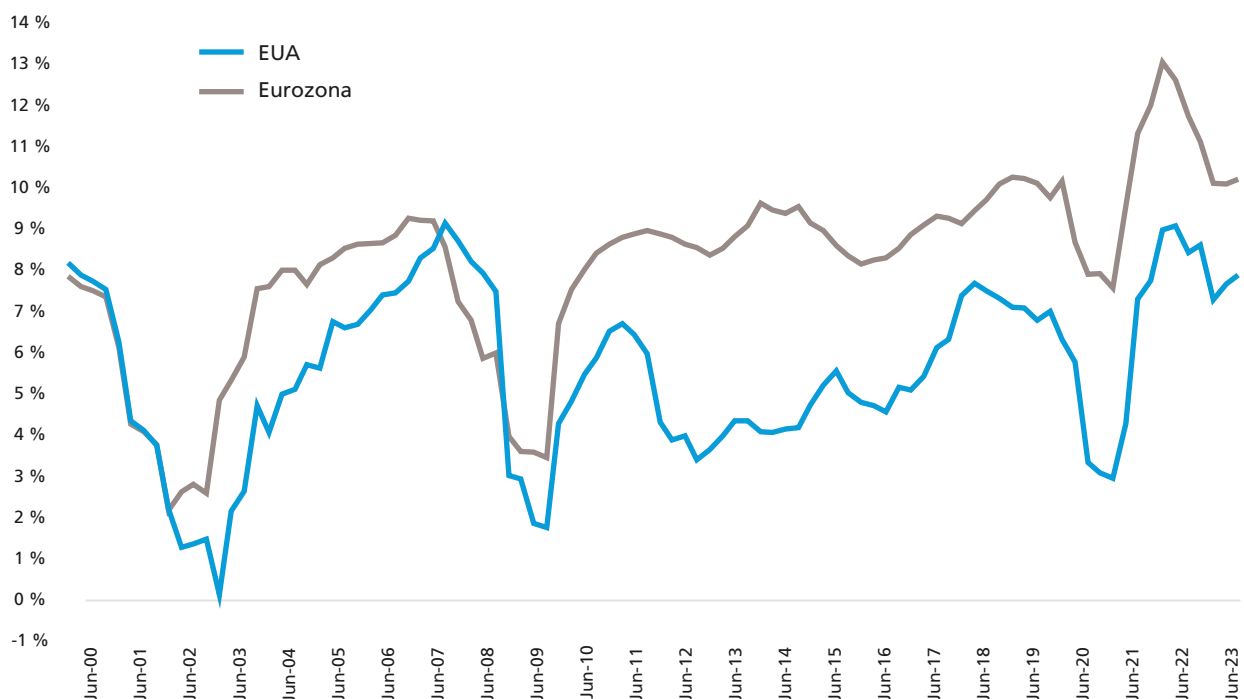
El miracle dels marges.

Per segon trimestre consecutiu, les dades empresarials mostren una lleugera recuperació del marge de beneficis (que, recordem-ho, és la ràtio del benefici entre les vendes), i això malgrat un entorn on els salaris pugen més ràpid que la inflació, és a dir, que el preu del cost més important per a les empreses puja més que el preu a què poden vendre els seus productes. Això és un fort vent en contra, al qual cal afegir que també continua l'acció de cisalla entre el cost dels insums (energia, matèries, primeres i béns intermedis) i el del producte final, tal com mostra l'evolució del marge brut. Que en aquestes circumstàncies les empreses siguin capaces d'estabilitzar el marge és, per a nosaltres, la primera manifestació dels guanys de productivitat que s'obren amb les noves tecnologies d'intel·ligència

artificial, robotització, nous materials etc. Ens confirma en aquesta tesi (i ens reconforta, que en aquestes apostes sempre es treballa amb hipòtesis, i mai amb certeses) que, si baixem a nivell sectorial, hi ha una correlació molt clara entre millora del marge i marge inicial. Des de fa temps, ens ha semblat que els beneficiaris principals d'aquesta revolució tecnològica no són els sectors, i empreses, que ja gaudeixen de marges molt elevats perquè fa temps que van fer el salt, sinó els altres, els que tenen marges baixos perquè fins ara la tecnologia no els permetia millorar l'eficiència del seu recurs més car, el factor treball. Entre els sectors que més han millorat en relatiu, hi ha serveis al consum (on se situen cadenes de restaurants, com McDonald's, i d'hotels, com Marriot), serveis professionals, que agrupa des d'empreses de gestió de residus fins a gestió

d'immobles, i distribució minorista tradicional; tots aquests sectors tenen en comú tasques difícilment automatitzables (fins ara), i, en conseqüència, costos elevats de personal i marges relativament baixos; també ho han fet bé companyies d'hospitals i asseguradores, probablement pels mateixos motius. En canvi, entre els sectors que ho han fet pitjor, en termes de marges, hi ha les companyies de biotecnologia, que difícilment poden reduir més els costos de personal, i les de tecnologia, però també les de luxe, però aquest és un altre problema.

Marge de beneficis índexs borsaris. Beneficis / vendes



Font: Bloomberg i elaboració pròpia.