

## TIPOS DE INTERÉS BAJOS Y OTROS DESAFÍOS DEL ENTORNO

Junio de 2019

*Resumen del encuentro mantenido con Marcelino Armenter, Consejero Delegado de Critería Caixa, Consejero de Naturgy y Ex Director General de Riesgos de Caixabank*

El Sr. Armenter inició su exposición con unas consideraciones previas relativas al Grupo la Caixa. En este sentido, explicó que la antigua Caja de Ahorros “la Caixa” se había reorganizado para adoptar un modelo con tres niveles en línea vertical:

- La Fundación Bancaria la Caixa, que gestiona la Obra Social.
- Critería Caixa, que gestiona el patrimonio de la Fundación. Critería es una sociedad holding que detenta una participación del 40% en Caixabank, además de otras inversiones. Entre estas, destacan las posiciones en Naturgy, Telefónica y Saba. Así mismo, invierte en un amplio abanico de activos, incluyendo participaciones minoritarias en sociedades cotizadas, capital riesgo, inmuebles y renta fija.
- Caixabank, que gestiona el negocio bancario.

El Sr Armenter enfatizó que el cometido que tienen encomendado es asegurar que el patrimonio de la Fundación, es decir la cartera de Critería, preserve su valor a lo largo del tiempo, a la vez que genera rendimientos suficientes para atender un presupuesto creciente para la Obra Social.

En este sentido, y adentrándose ya en el tema de su conferencia, pasó a relacionar algunos factores singularmente destacados del entorno económico y financiero, que condicionan sobremanera la gestión de un cartera como la de Critería en nuestros días. Indicó que todos ellos constituyen verdaderos desafíos, y que además están entrelazados. El Sr. Armenter precisó que su propósito no era analizar las causas de dichos fenómenos, sino resaltar las implicaciones que tienen para la gestión de inversiones, y plantear algunas sugerencias para adaptarse razonablemente a este entorno tan exigente.

### ¿QUÉ DESAFÍOS AFRONTAMOS?

De este modo, lo primero que comentó es que los tipos de **interés se encuentran en niveles excepcionalmente bajos**. De hecho, en los países del euro, los tipos de corto plazo para inversores institucionales llegan a estar ahora en **cotas negativas**: “por lo tanto, te encuentras que al final tienes menos de lo que has invertido”. Este un fenómeno nuevo, inimaginable hace unos años, y que altera por completo los planes de ahorradores e inversores.

Las causas de que hayamos llegado a esta situación son complejas. Intervienen fuerzas estructurales, de largo recorrido, como la demografía, la productividad, la propensión al ahorro, o la digitalización de las actividades empresariales. Y también intervienen factores cíclicos, como las políticas monetarias de los bancos centrales, que con mucha frecuencia han sido sesgados, por cuanto se han mostrado mucho más proclives a bajar los tipos en las fases de debilidad, que a subirlos durante las de fortaleza económica. Esto ha ayudado cronificar la situación de tipos bajos, por la vía de alentar un endeudamiento elevado, que tiende a presionar a la baja los tipos.



Es decir, una especie de círculo vicioso, que por lo que parece, no va a cambiar mucho en el horizonte previsible, explicó el Sr. Armenter.

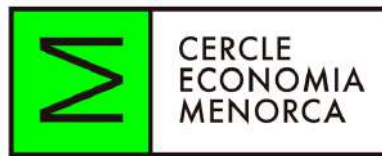
Este entorno de bajos tipos de interés es compartido por la gran mayoría de países desarrollados. Hay algunas diferencias entre ellos, incluso significativas en algunos periodos del ciclo económico, pero lo cierto es que **la tendencia a la baja de los tipos ha sido general, y las oscilaciones bastante bien sincronizadas**. Es decir, hoy en día el intento de diversificar una cartera de renta fija en base a la geografía es más problemático que hace unos años. Esto responde, como cabe sospechar, a la globalización de las economías, que contribuye mucho a que se muevan de manera sincronizada.

El Sr. Armenter también destacó que nos moveremos en un nuevo marco de referencia respecto al crecimiento económico. Es lo que algunos llaman *“la nueva normalidad”* de los **países desarrollados: el crecimiento económico estará por debajo del 2%**. Esto no quiere decir que el mundo vaya mal, sino que las áreas de expansión han cambiado y lo seguirán haciendo. **Los países emergentes crecerán a tasas superiores** y la economía mundial en conjunto crecerá de manera sostenida entre un 3,5 y un 4%. Por lo tanto, *“el escenario será de crecimiento aceptable, pero localizado lejos de nuestra inmediatez”*, comentó el ponente.

Otro elemento que llamaba la atención al Sr. Armenter es que las **crisis financieras están siendo cada vez más frecuentes**. *“Cada década hay más liquidez e intereses más bajos, la remuneración del ahorro cada vez es inferior, y los inversores buscan oportunidades atractivas con afán”*. Además, la mayor movilidad internacional de los capitales favorece que se formen burbujas, porque el dinero abundante fluye mejor, precisamente, allí donde un mercado se recalienta. Esas burbujas, antes o después, acaban estallando.

La globalización, junto a otras causas como las innovaciones tecnológicas, está también detrás de un factor que el Sr. Armenter quiso destacar: **los beneficios empresariales han ganado peso en la distribución de la renta**. Los datos nos dicen que desde hace dos o tres décadas, **los márgenes empresariales han crecido**. Ha habido una reducción de costes de la mano de obra. También han descendido los gastos financieros, porque los tipos son menores y porque la intensidad del capital es inferior que antes. No es igual el coste de mano de obra y las necesidades de inversión de Amazon o Google que, por ejemplo, las del sector del automóvil o el eléctrico. En general, el negocio digitalizado *“es más light de capital y eso hace que las necesidades de capex y el gasto asociado sean menores”* afirmó el Sr. Armenter, que añadió *“la globalización también ha roto la escasez de oferta de trabajo”*.

El invitado del Cercle argumentó a continuación que se está produciendo un **cambio de paradigma**. *“los monopolios, respecto a los cuales tradicionalmente nos enseñaron que son malos, porqué iban en contra de la esencia del liberalismo y eliminaban la competencia necesaria, se han colado por la puerta de atrás. Cada vez más, los negocios exigen una cuota de mercado sin la cual es difícil sobrevivir*. Las fuerzas del propio mercado llevan a dinámicas por las cuales el ganador se lo queda todo. Google ha conquistado una posición de mercado que lo hace inaccesible. Otro ejemplo más sencillo: capital riesgo en fases tempranas (internet, tecnología, etc.) quieren cuota de mercado para ocupar el espacio (Glovo, Privalia, etc.). Lo que



importa es la cuota de mercado, que te pongan fuerte y de allí es difícil que se te mueva” explicaba el Sr. Armenter.

Para finalizar esta lista de rasgos distintivos del nuevo entorno inversor, el ponente quiso hacer hincapié en la **Responsabilidad Social Corporativa** de las empresas. Resaltó que en esta época que estamos viviendo, ya no es posible que las empresas no piensen y actúen en consonancia con los derechos humanos o la sostenibilidad. Esta es una dimensión, que por tanto, debe ser incorporada en la gestión de la cartera, sobre la base de las convicciones morales, así como por el hecho de que incide en la rentabilidad y el riesgo incurridos. “Tenemos que pensar que la RSC tiene un sobre-rendimiento de más del 20%, es decir que las empresas que se distinguen en positivo, tienen un premio”, comentó.

### ¿COMO INVERTIR?

A continuación, el Consejero Delegado de Critería Caixa expuso **qué implicaciones tiene para su entidad este panorama descrito**.

Señaló, en primer lugar, que consideran necesario **ser realistas al formular expectativas y objetivos de rentabilidad**, porque el exiguo nivel de los tipos de interés nos acompañará bastante tiempo. Y dado que constituye la base de la rentabilidad del resto de activos (sin ir más lejos, la bolsa o el alquiler de inmuebles), estos también rendirán menos en el futuro de los que vimos en el pasado. En paralelo, **es innegociable controlar de manera rigurosa y estricta los riesgos**. Conviene evitar la tentación del riesgo, y ser conscientes de que en, mayor o menor grado, **los modelos de medición y gestión del riesgo son imperfectos**. Destacó, en este sentido, dos consignas. Primero, aplicar siempre un **plus de prudencia en las decisiones sobre la tesorería y el endeudamiento**, porque volverá a haber crisis. Segundo, **pensar y repensar si la diversificación se está haciendo bien**.

El Sr. Armenter defendió que **la diversificación sigue siendo la fórmula más efectiva para reducir el riesgo global**, pero en este entorno que cambia tan rápida y profundamente, es imprescindible cuestionarse si una estructura de cartera que en el pasado estuvo bien diversificada, lo seguirá estando en el futuro. El Sr. Armenter explicó que se gana mucho poder de diversificación si se **amplía el universo de inversión internacionalmente**, y se da **cabida a distintas clases de activos financieros y reales**: divisas, capital riesgo, inmuebles, productos agroalimentarios, etc.

Respecto a la selección de compañías concretas, comentó la **necesidad de combinar disciplina y flexibilidad**. Disciplina para mantenerse fiel a una lógica de inversión a largo plazo, y flexibilidad para cambiarla si hay motivos fundados. Por suerte o por desgracia, esto es más frecuente ahora, puesto que los cambios tecnológicos disruptivos alteran las cadenas de valor, y por ende, las listas de empresas ganadoras y perdedoras. Es necesario tener actualizadas dichas listas.

En otro orden de cosas, el Sr. Armenter explicó que las inversiones que realizan en Critería Caixa tienen en cuenta que se respeten **criterios de buena gobernanza corporativa, y sobre todo, el tema medioambiental**.



Para cerrar su conferencia, el ponente enumeró una serie de **puntos que pueden ayudar a una buena gestión de cartera**: “pensar a largo plazo, saber lo que se quiere, analizar la cartera en su globalidad, no invertir en lo que no se entiende, comprar a precios razonables y estar dispuesto a vender (no agarrarse a las ganancias ni a las pérdidas); y sobre todo, no olvidar los costes de gestión”. En suma: nuevos desafíos, viejas recetas pero debidamente revisadas.

