

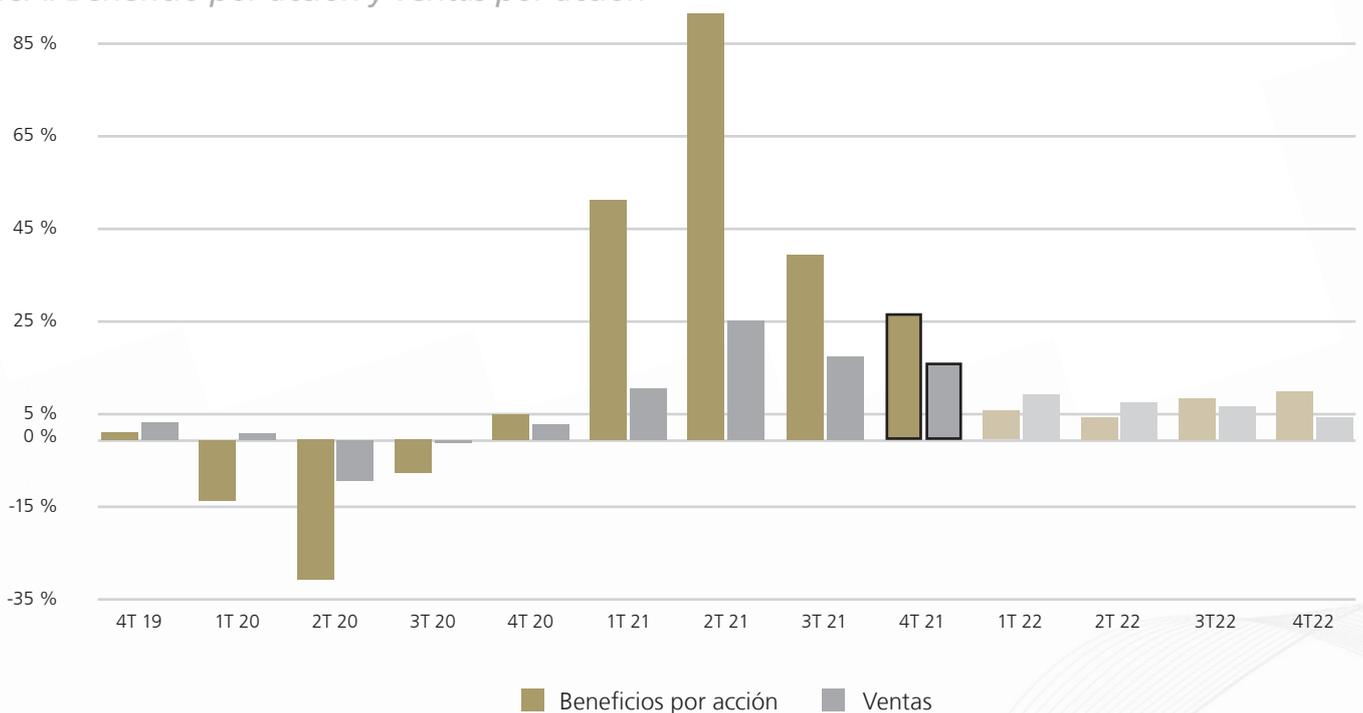


Resultados empresariales: ¿pico en márgenes y nuevo ciclo?

Prácticamente finalizada la publicación de resultados del cuarto trimestre del pasado año, nos enfrentamos al dilema en donde será determinante saber si los márgenes empresariales se mantienen en máximos en Estados Unidos y en pico de ciclo en Europa, lo que seguirá impulsando a la inflación en ambas partes, o bien, si iniciamos un nuevo ciclo, con márgenes a la baja. Tomaremos el pulso del traslado del consumo de bienes hacia servicios y, por supuesto, tomaremos el pulso a la economía, con las perspectivas de negocio a futuro que vayan dando las empresas.

La publicación de resultados en Estados Unidos está muy avanzada y los resultados no han defraudado en absoluto, teniendo en cuenta que, durante el cuarto trimestre, la evolución de la pandemia ha sido negativa en muchas áreas geográficas, con tasas de contagio muy elevadas. Las ventas han crecido en el cuarto trimestre de 2021 un 16,73 % y los beneficios un 28,23 %. Datos que se pueden definir como positivos, a pesar de los impactos temporales que haya podido tener la evolución de la pandemia.

USA: Beneficio por acción y ventas por acción

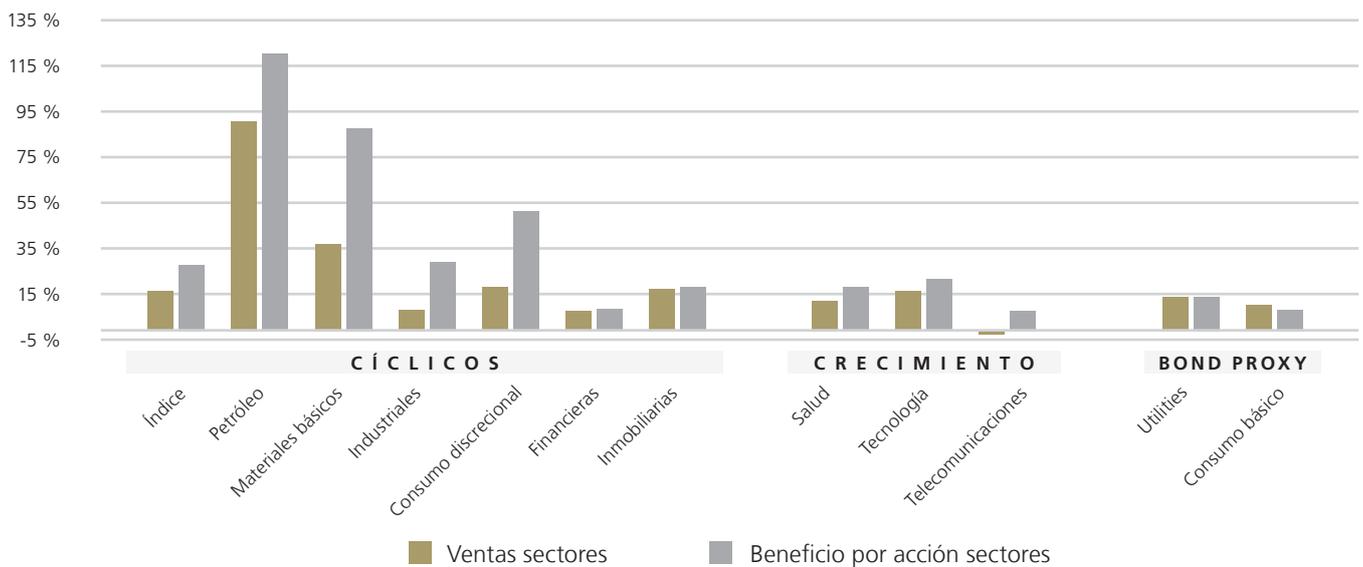


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Las expectativas de crecimiento para el año 2022, tanto en beneficios como en ventas, se van moderando desde los niveles de 2021 hacia crecimientos de un dígito, conforme los datos de crecimiento de PIB (Producto interior Bruto) se moderan, pero por encima del crecimiento potencial.

La evolución sectorial ha sido dispar dependiendo del sector. El sector bancario, telecomunicaciones y utilities han tenido un comportamiento positivo con crecimientos de beneficios de un dígito mientras que energía, materiales básicos y consumo discrecional han tenido crecimientos claramente superiores a la media.

SP500: Beneficio por acción y ventas por acción

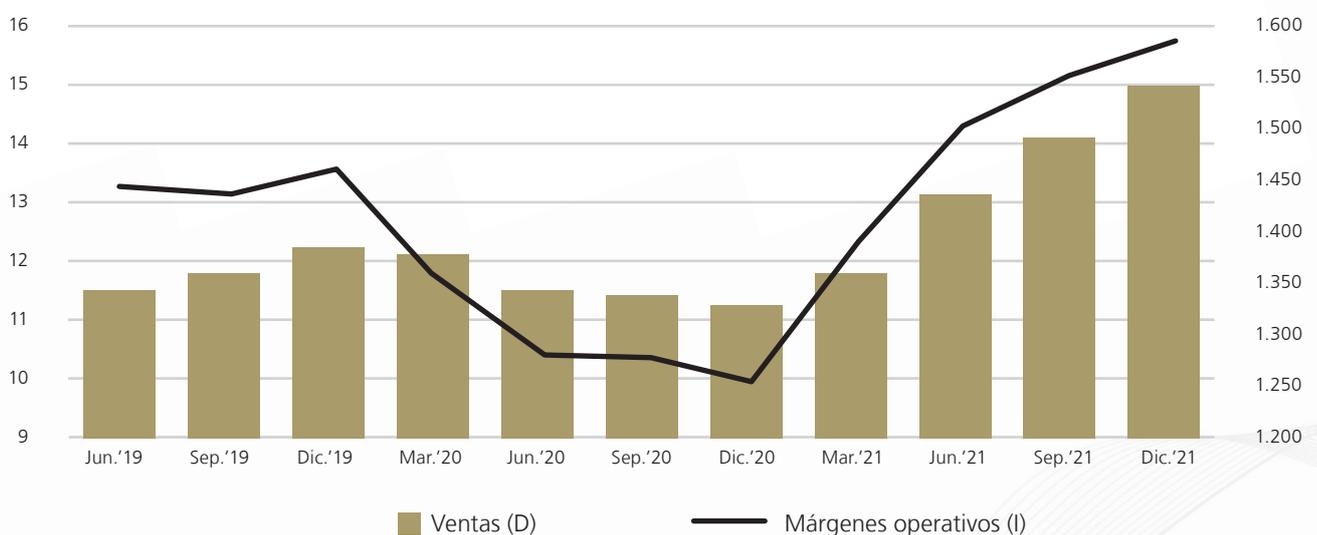


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Es importante destacar que el índice de sorpresas en las publicaciones de beneficios, ha ido disminuyendo a lo largo de todo el año 2021 hasta niveles cercanos al 5 %, que es el más bajo desde el primer trimestre de 2020. Los sectores que menos han sorprendido en sus publicaciones han sido los de tecnología, financieras, industriales y materiales básicos. Sectores que han tenido un comportamiento espectacular en los últimos años, como el tecnológico, o bien, los más cíclicos como los tres restantes, en donde quizás las expectativas fuesen demasiado elevadas.

Si hacemos un análisis de la evolución de los beneficios a lo largo de los últimos trimestres, podemos obtener la misma conclusión, el sector de tecnología, financieros, materiales básicos e industriales, han tenido una evolución de más a menos en la publicación de beneficios. El resto de sectores han tenido una evolución más dispar o una caída no tan acusada.

USA: Ventas y márgenes operativos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

La pregunta que nos hicimos en la publicación del tercer trimestre es si los márgenes podrían seguir mejorando, y a la vista de lo publicado, en el cuarto trimestre ha habido una nueva mejora en márgenes operativos. Las empresas están trasladando a consumidor final, o a bien intermedio, el alza de las materias primas y de los costes salariales. ¿Hasta cuándo? Entendemos que será hasta que la demanda empiece a moderarse, y esto redunde en un menor poder de fijación de precios, lo que entraña un riesgo añadido para las valoraciones actuales.

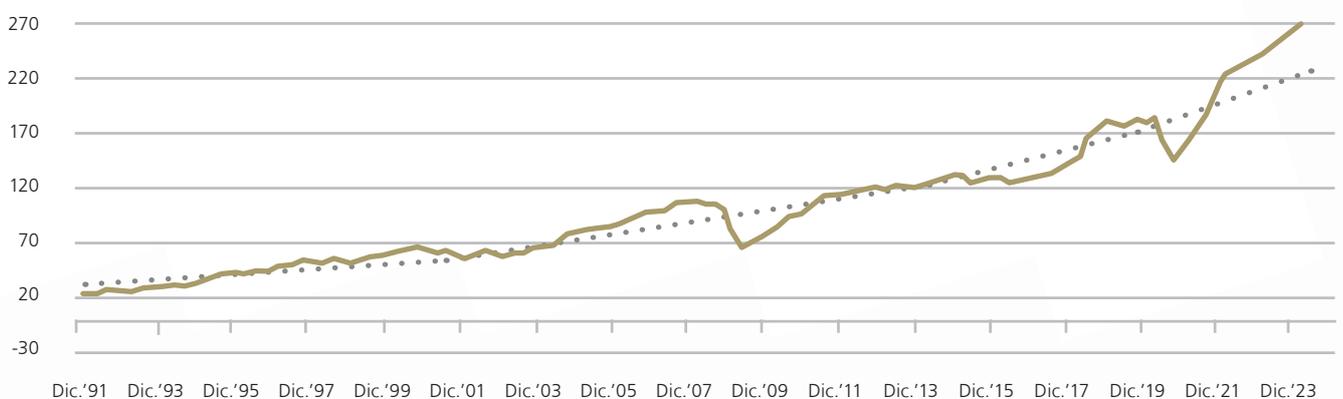
Márgenes



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Para obtener ciertas pistas de la evolución de los márgenes, podemos analizar la diferencia entre el índice de Precios a la Producción (IPP) y el Índice de Precios al consumo (IPC). Un indicador temprano de la evolución del IPC son los precios de producción. El proceso de incremento del diferencial entre ambos, es un tiempo de márgenes en expansión como demuestra la historia, pero en la medida que la diferencia se reduce, los márgenes tienden a la baja con un decalaje de unos meses. ¿Estaremos en el punto de inflexión?

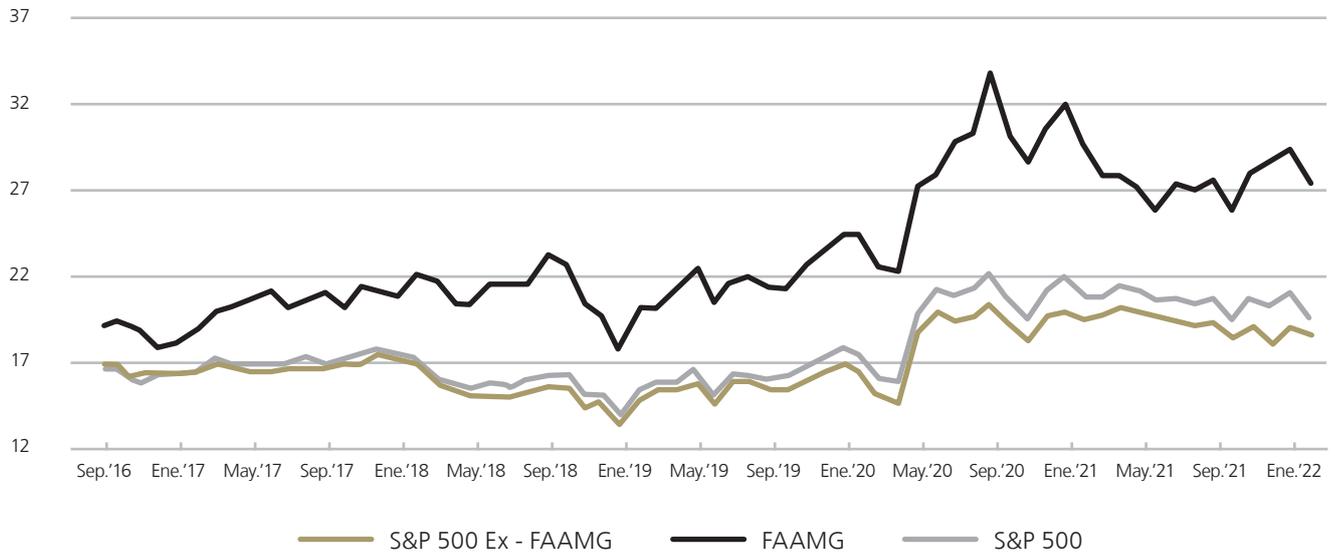
SP500: Beneficio por acción



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Los resultados del año 2021 se sitúan un 33,98 % más altos que al cierre de 2020, lo que nos demuestra la fortaleza de la economía. Para este año 2022, se espera un crecimiento del 9,95 %. Esto supone una moderación sustancial sobre 2021, pero más acorde con la tendencia de crecimiento económico acercándose a crecimiento potencial.

Cociente Precio/Beneficios

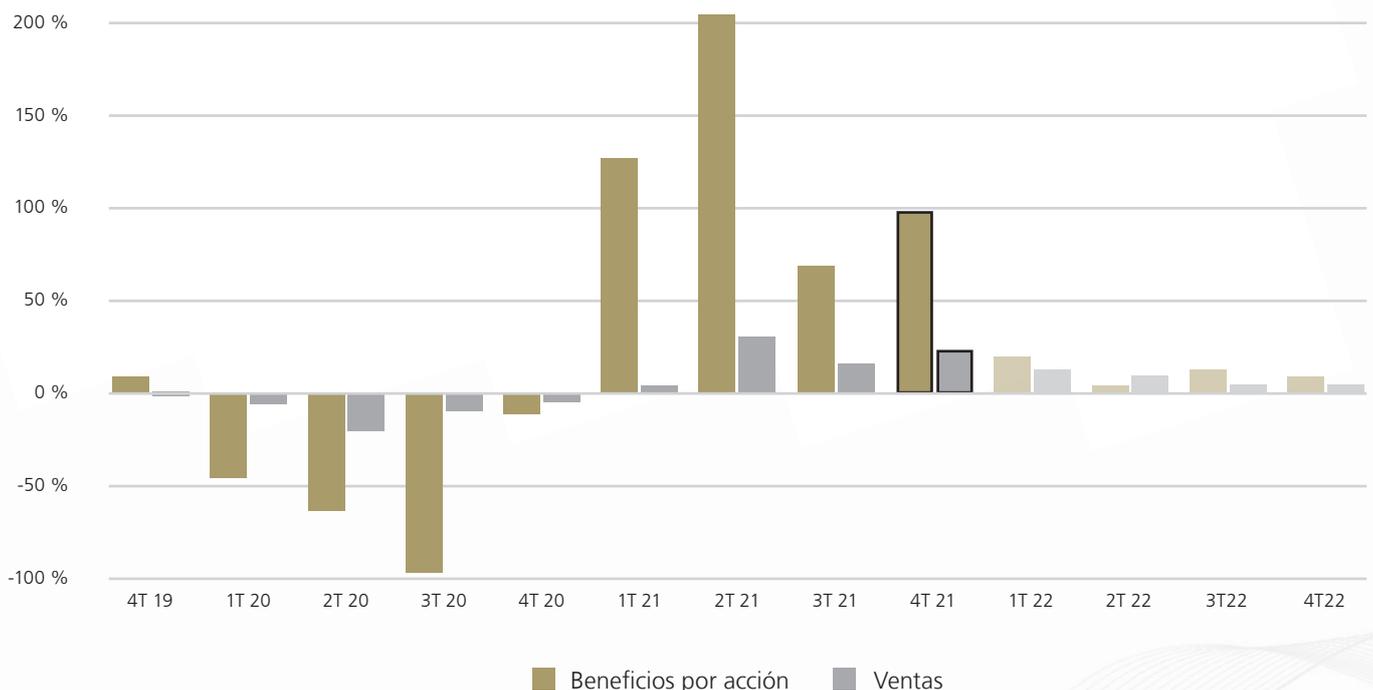


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

En términos de valoración, utilizando el cociente entre Precio y Beneficios, el índice SP500 cotiza a 19,98 veces. Este nivel es un dato más alto que la media de los últimos 20 años, por lo que se trata de un nivel estresado. Si analizamos la cotización de las compañías tecnológicas que más pesan en el índice SP500, las llamadas FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft y Google), el nivel de valoración sube hasta 28,17 veces, lo que nos permite afirmar que están mucho más caras que el resto de compañías. Si quitamos al índice SP500 las FAAMG, la cotización se reduce a 18,87 veces. La conclusión es que, dentro del índice, hay sectores que cotizan a ratios razonables en donde se puede encontrar valor.

La línea de publicación de resultados en Europa, está siguiendo un camino parecido a la de Estados Unidos, a pesar de un menor número de compañías que han publicado. Con la mitad de las compañías habiendo publicado, las ventas crecen un 21,71 % y los beneficios lo hacen en un 94,56 %.

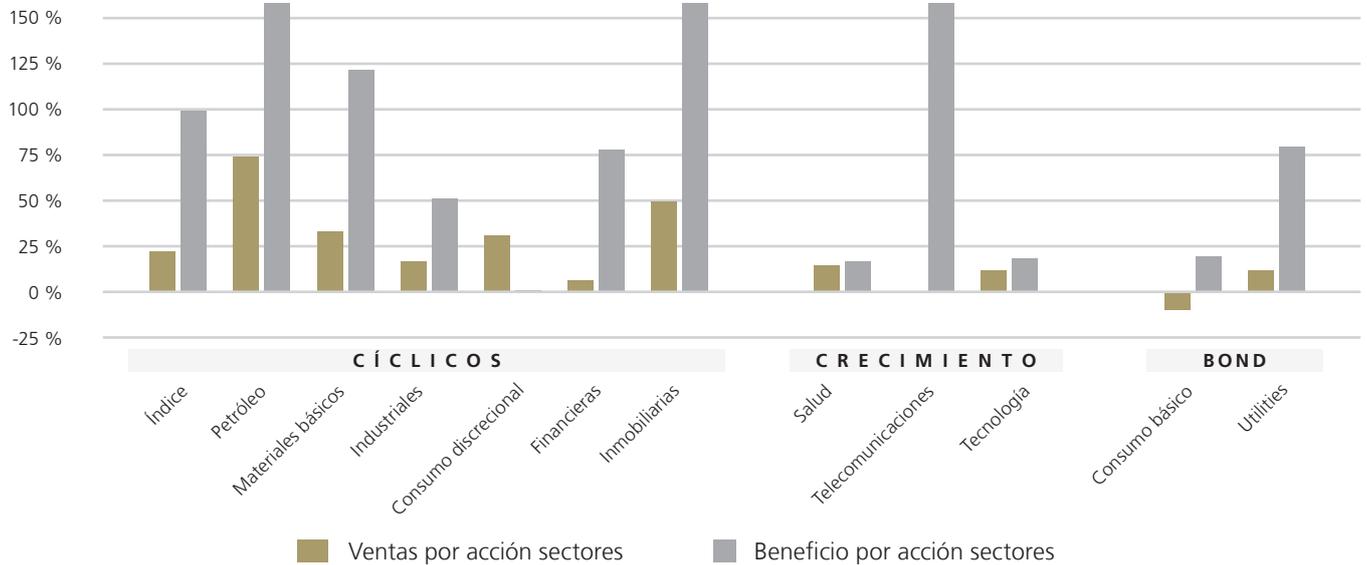
SXXP: Beneficio por acción y ventas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Las estimaciones de crecimiento tanto en ventas como en beneficios para este año 2022, son de moderación respecto a crecimientos de 2021, y más en línea con el crecimiento de la economía europea acercándose a crecimiento potencial.

Evolución Sectores Europa

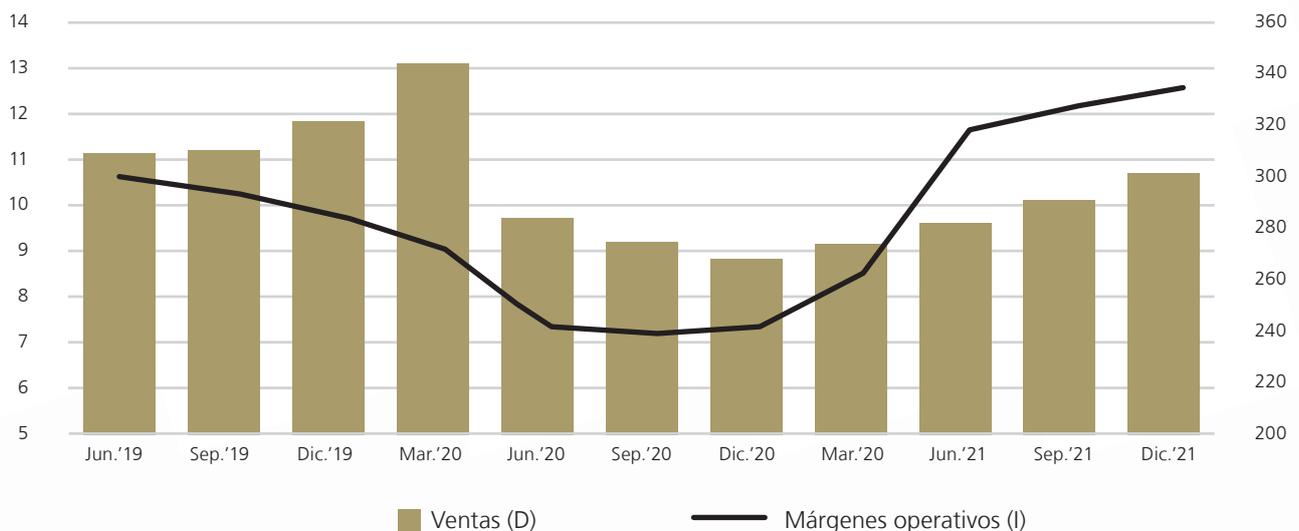


Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

La evolución sectorial está claramente sesgada hacia sectores más cíclicos, en donde las ventas son claramente superiores a los sectores de crecimiento o bond proxy. La fuerte recuperación económica que se ha producido en Europa en 2021, se ha reflejado a nivel sectorial. El sector tecnológico es el que presenta peor evolución a lo largo de 2021.

La evolución de las sorpresas en la publicación de beneficios ha ido disminuyendo hasta el 8 %. Cabe destacar que la evolución de las sorpresas ha sido similar en prácticamente todos los sectores.

Europa: Ventas y márgenes operativos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

La evolución de los márgenes empresariales sigue en máximos de ciclo. La pregunta que nos debemos hacer, al igual que en Estados Unidos, es si se mantendrá en el futuro esta tendencia o una política monetaria algo más restrictiva, para frenar la inflación reducirá la demanda y provocará una caída de márgenes en las empresas.

Europa: Beneficio por acción



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Los beneficios de 2022 son un 35.87% más altos que al cierre de 2021. Para este año 2022 se esperan crecimientos de un solo dígito, más acordes con el crecimiento en términos de PIB.

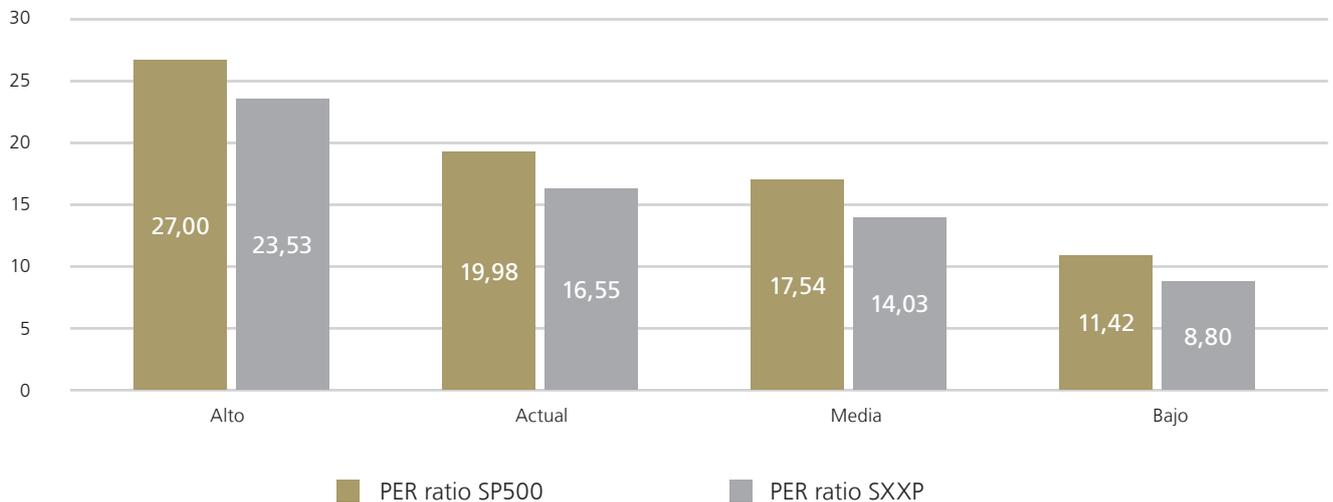
Europa: cociente Precio/Beneficio



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

La valoración de la bolsa europea se está ajustando hacia la tendencia en base a la estimación de beneficios, con unas métricas más razonables que en la bolsa americana, lo que le da mayor atractivo en términos relativos.

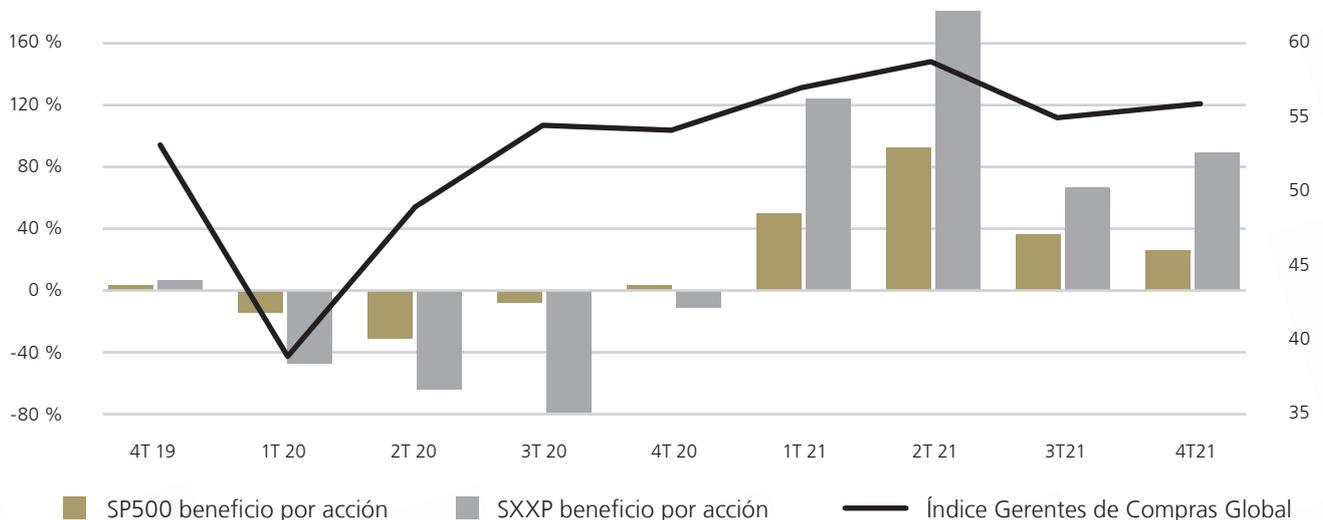
PER ratio 1990/2021



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

Si analizamos un periodo de tiempo más amplio, la valoración de las bolsas se sitúa por encima de la media, pero lejos de los máximos de valoración.

Evolución beneficio por acción del SP500 y SXXP y el Índice Compuesto de Gerentes de Compras



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Feb.'22

La relación entre la evolución de los beneficios en Europa y Estados Unidos, con el Índice de Gerentes de Compras, nos muestra cierta aceleración en el cuarto trimestre que se refleja en la evolución de los beneficios. La moderación en el crecimiento de beneficios de 2022 debería reflejarse también en este indicador.

La evolución de los beneficios a ambos lados del Atlántico está siendo positiva y con tendencia hacia la moderación, con crecimientos y valoraciones razonables, pero con mucha disparidad entre sectores. El análisis de los sectores para encontrar aquellos donde las valoraciones son bajas, será determinante para obtener unos buenos retornos en 2022. Nosotros seguimos pensando, que sectores de estilo valor y algunos sectores cíclicos, serán los protagonistas del año en curso.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.