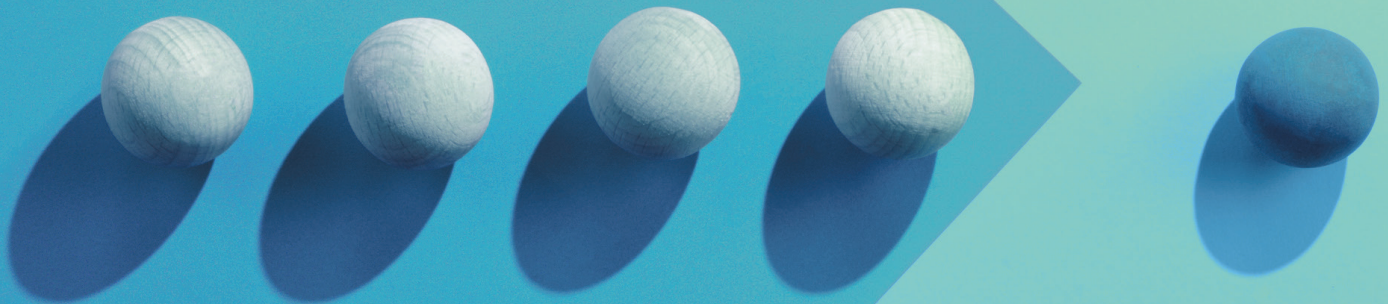


DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



OCTUBRE DE 2024



Millor Banc a Espanya 2024



Millor Banc en ESG a Espanya 2024



Millor Banc a Espanya
i a Europa Occidental 2024

 **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*

- EUA, un enlairament suau
- Eurozona, l'energia és una càrrega

➤ *Renda Fixa*

- Donem voltes al rang de tipus

➤ *Renda Variable*

- Relatiu per capitalització, més creixement

Entorn de mercats

EUA, un enlairament suau

Al setembre, s'han revisat les dades del PIB als EUA des de l'any 2022, sobre la base de la nova informació disponible (dades de l'IRPF, balanços empresarials, etc.).

La revisió no ha estat pas menor. La diferència entre la primera estimació i la dada revisada és, fins al juny d'aquest any, de més d'un 2 %, és a dir, equivalent a un any extra de creixement; és com si, revisant les butxaques d'una jaqueta vella, en comptes de trobar-hi un bitllet de 5 euros oblidat hi trobéssim amb la nòmina de tot un any.

La revisió té múltiples implicacions: la primera és que els tipus alts fins i tot han estat menys eficients del que semblava per

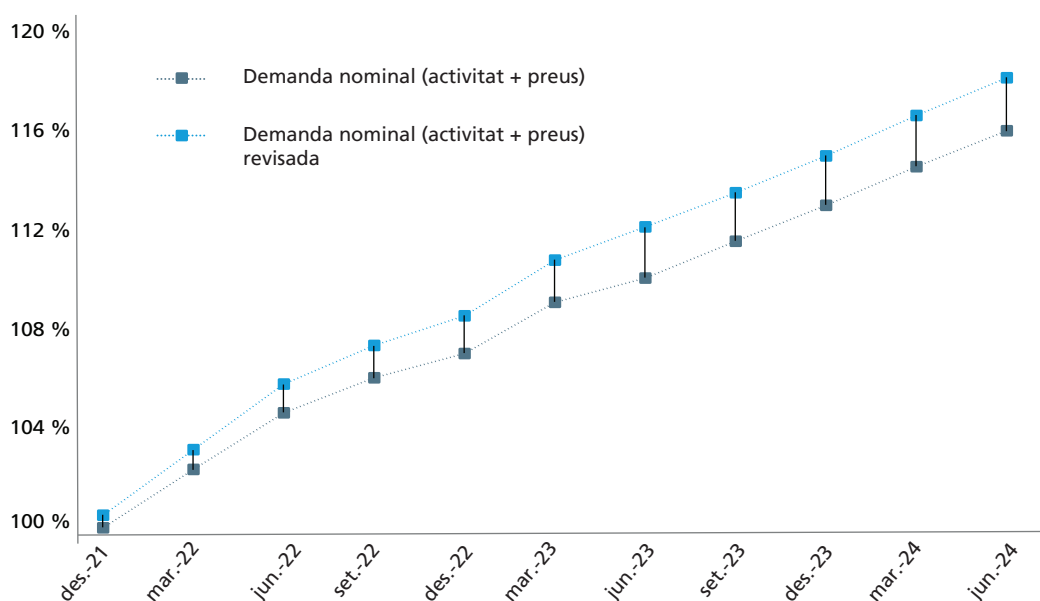
frenar el creixement; el 2023, el creixement es va accelerar quan el tipus d'intervenció ja havia superat el 5 %. Calculant el PIB pel que fa a la despesa, la revisió s'ha fet per la demanda del sector privat (la despesa pública s'ha revisat a la baixa), i molt especialment per la inversió en béns d'equip (fa temps que ens sorprèn la fortalesa de les vendes de camions i autobusos), el millor senyal que els tipus no estan sent un fre significatiu.

La segona és que el creixement és més sostenible; la revisió del PIB pel que fa als ingressos ha estat especialment alta en l'ingrés de les famílies i els beneficis empresarials. En el cas de les famílies, l'ingrés més pronunciat suposa que l'estalvi (com a percentatge de la renda disponible)

no s'ha reduït com semblava –des de fa un any i mig, està a prop del nivell previ a la pandèmia– i, per tant, l'excés d'estalvi no ha desaparegut. El mes passat, mostràvem el convenciment que els pròxims trimestres el creixement dels ingressos seria suficient per sostenir l'estalvi, i resulta que fa un any i mig.

Una tercera implicació, potser la més important, és l'impacte en la productivitat. Sabem que les xifres d'ocupació per al 2023 es revisaran a la baixa, i amb la revisió a l'alça de la producció l'acceleració en el creixement de la productivitat serà encara més gran, i això, a més de fer-nos més rics, permetrà que la inflació no s'acceleri. Un escenari difícilment millorable.

EUA: demanda del sector privat. Consum + inversió



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



Entorn de mercats

Eurozona, l'energia és una càrrega

La productivitat de la qual gaudeixen els EUA és força més dèbil a l'Eurozona.

Per veure què van fer per millorar-la, la Comissió Europea va encarregar un informe a Mario Draghi –a qui hauríem de dedicar estàtues a totes les capitals europees– que s'ha presentat no fa gaire. L'informe és excel·lent, molt exhaustiu (400 pàgines), i identifica l'energia com el primer punt que s'ha de millorar. Fins a la invasió d'Ucraïna, el problema es podia manejar, però des d'aleshores s'ha fet molt greu.

Històricament, el preu de l'electricitat a la Unió Europea (UE) era un 60 % més elevat que als EUA; la interrupció del

subministrament rus va portar la diferència fins a cinc vegades, i Europa va perdre un any de creixement mentre canviava les infraestructures per poder substituir el gas rus. Ens n'hem sortit, però en el nou règim el preu és el doble que als EUA.

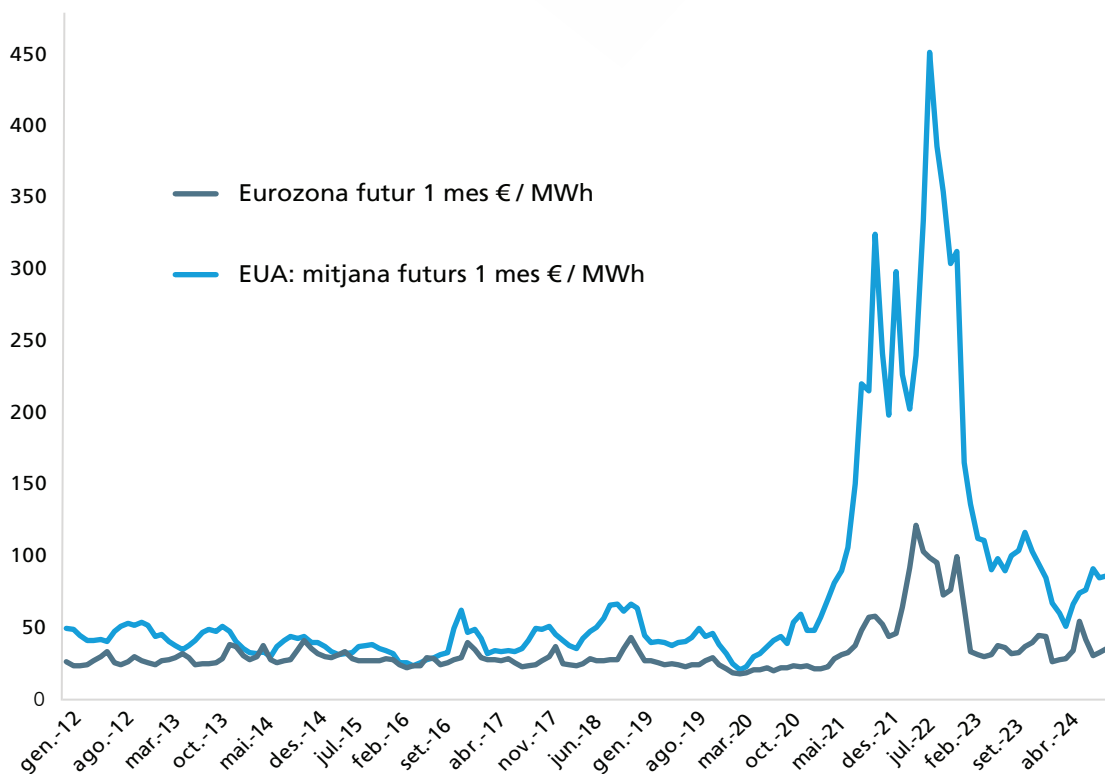
La nostra energia no només és molt més cara, sinó que té un preu molt més volàtil, cosa que dificulta la vida de les nostres empreses.

Per sort, la situació es pot millorar amb solucions senzilles. La primera és palanquejar el poder de compra conjunt de tots els països de la UE al mercat del gas, en comptes de deixar que cada país es tregui les castanyes del foc. Les grans economies industrials, el Japó, Corea, etc., fa temps que tenen sistemes de compra centralitzats.

La segona és crear a la xarxa elèctrica les interconnexions necessàries per aconseguir un mercat únic, cosa que suposaria un estalvi en el preu de l'electricitat de 0,34 bilions d'euros –un 1 % del PIB de l'Eurozona– amb una inversió relativament petita. La tercera és adaptar la regulació, especialment la mediambiental, amb una política industrial que tingui en compte la necessitat de ser competitiu amb països amb regulacions més laxes.

No són mesures difícils, ni cares, tot i que amb els nostres processos a l'hora de prendre decisions tampoc no seran ràpides. Mentrestant, només hem d'esperar que el preu del gas i del petroli en el mercat internacional no pugin, però aquí, per una vegada, les notícies són esperançadores.

Preu de l'electricitat. Mercat de futurs



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Donem voltes al rang de tipus

Fa gairebé un any que fem servir el mateix gràfic per explicar que possiblement el nivell mínim de tipus a 10 anys als EUA el vam veure l'abril del 2023, quan la Reserva Federal encara apujava el tipus d'interès, i que el millor que podíem esperar era un moviment en rang, fins i tot després que s'iniciés el llavors encara llunyà cicle de baixades.

No és freqüent que un gràfic de mercats sigui tan llarg, però és que aquest cicle ha estat realment extraordinari, els tipus van avançar tant, en temps i en magnitud, que quan realment ha començat ja estava tot fet.

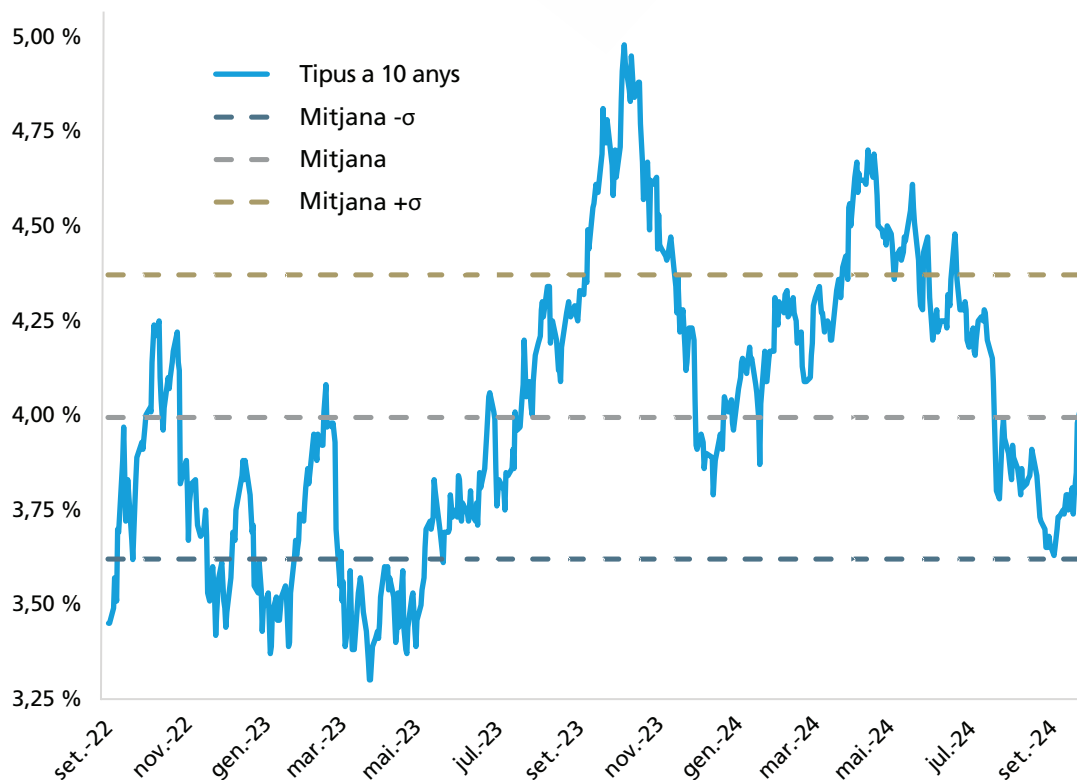
El tipus a 10 anys es va situar per sota del tipus a 1 any –l'anomenada *corba invertida*– el juliol del 2022, i continuem així. Més de dos anys en una situació excepcional –no és normal que sigui més barat demanar diners prestats a deu anys que a un– i superant àmpliament el rècord anterior, 20 mesos entre l'agost del 1978 i l'abril del 1980, i en aquest episodi la Reserva Federal va pujar els tipus d'interès fins al 15,5 %, cosa que explica millor que els inversors es pensessin que era una situació excepcional, i que duraria poc, menys que la pujada actual.

De fet, des que tenim dades els tipus a 10 anys només s'havien situat per sota del tipus a 1 any quan es complia la regla del 2+2, quan faltaven menys de dos anys perquè la Reserva Federal comencés a abaixar el tipus d'intervenció i la baixada

seria superior a dos punts. La primera part de la regla ja s'ha incomplert en l'episodi actual, i ja veurem si també ho fa la segona. La Reserva Federal ha fet una primera baixada de mig punt, queda el doble perquè s'acosti al nivell actual del tipus a deu anys. Amb l'economia a ple rendiment i una inflació de la qual el millor que es pot dir és que no puja, l'espera se'n pot fer –o continuar fent– molt llarga.

Per què ha estat tan anòmal aquest cicle? L'única resposta que ens ve al cap és que cada mercat té el seu estil d'irracionalitat. A la borsa, on els inversors hi són perquè volen, la recerca del guany dona lloc a bombolles especulatives, als bons del Tresor americà, o alemany, on molts inversors hi són perquè la regulació els hi obliga, la inèrcia retarda molt ajustar els preus a un nou entorn.

Tipus a 10 anys als EUA



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ Renda Variable

Relatiu per capitalització, més creixement

El comportament relatiu de les empreses de mitjana capitalització (entre 0,2 i 0,5 bilions d'euros de valor de mercat) respecte a les de gran capitalització (més de 0,5 bilions) és summament cíclic.

Si superposem un gràfic del creixement global al del comportament relatiu en 12 mesos, els punts d'inflexió de tots dos serien gairebé coincidents, amb una diferència d'una mica més de sis mesos d'avançament en els índexs borsaris.

L'aposta que vam fer cap al febrer pels valors de mitjana capitalització davant

els d'alta capitalització era una manera d'expressar el convenciment que el creixement global entrava en una fase no només d'acceleració, sinó també d'expansió geogràfica i sectorial d'aquest creixement.

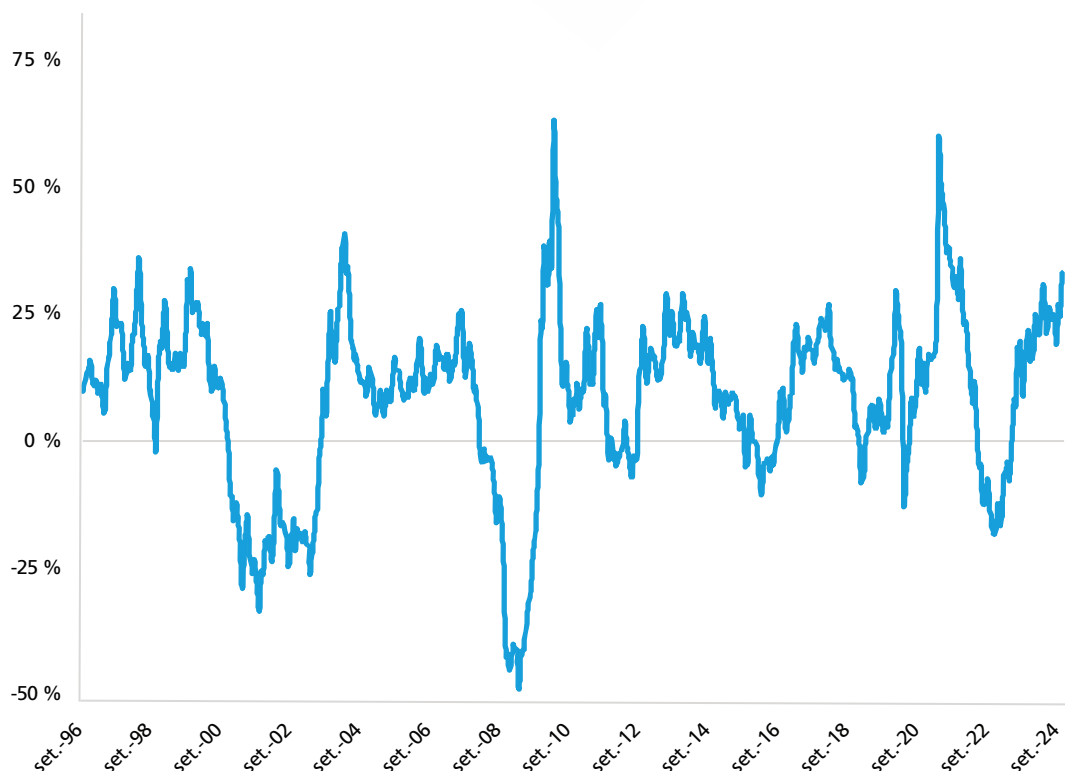
L'aposta ens ho va fer passar molt malament fins a la primera setmana de juliol, quan l'índex d'alta capitalització doblava el rendiment del de mitjana, però des d'aleshores s'han invertit les tornes, afortunadament, i el que és més esperançador per a nosaltres: l'últim mes, s'ha ampliat la diferència.

Des de la sacsejada important que van patir els índexs aquest estiu, la

recuperació ha estat més pronunciada, i el creixement més gran, en els valors mitjans. Per a nosaltres, això vol dir que, un cop desaparegut el soroll de fons de l'eufòria al voltant de quatre valors immensos (i sobretot un, NVIDIA), arrossegats per les expectatives sobre la mal anomenada intel·ligència artificial (que no deixa de ser estadística aplicada), el senyal que rebem del mercat concorda amb la nostra visió.

Creuem els dits, perquè la tendència econòmica no ens deixa dubtes, però l'eufòria sol ser més resistent que en aquest últim episodi.

MSCI World Media Capitalització / Alta capitalització. Relatiu anual



Font: Bloomberg i elaboració pròpia