

# DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



**FEBRER DE 2024**



**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*
  - La productivitat s'anima.
  
- *Renda Fixa*
  - La muntanya russa no s'atura
  
- *Renda Variable*
  - A Europa, beneficis a l'alça, accions a la baixa.
  
- *Gràfic del mes*
  - Quan tot va bé, els mitjans van millor.



► **Entorn de mercats**

**La productivitat s'anima.**

Una pedra angular del nostre escenari central és la productivitat. Ja fa temps que la monitoritzem, l'analitzem i en parlem. Té sentit, atesa la capacitat que té d'impactar sobre els marges empresarials i la inflació, per mitjà de la millora dels costos laborals per unitat produïda. És especialment rellevant, per tant, en un any en què la millora dels beneficis i la baixada de tipus d'interès dels bancs centrals –que la productivitat habilita– són pilars clau en el desenvolupament econòmic i dels mercats d'aquest exercici.

La productivitat als Estats Units s'està accelerant, ja en tenim tres dades seguides i el ritme és contundent.

Això és rellevant perquè un mercat laboral en plena ocupació no permetrà un ritme de desacceleració prou ràpid dels salaris, i serà un obstacle real per controlar la inflació de demanda que viuen els EUA i, per tant, per a les decisions de la Fed.

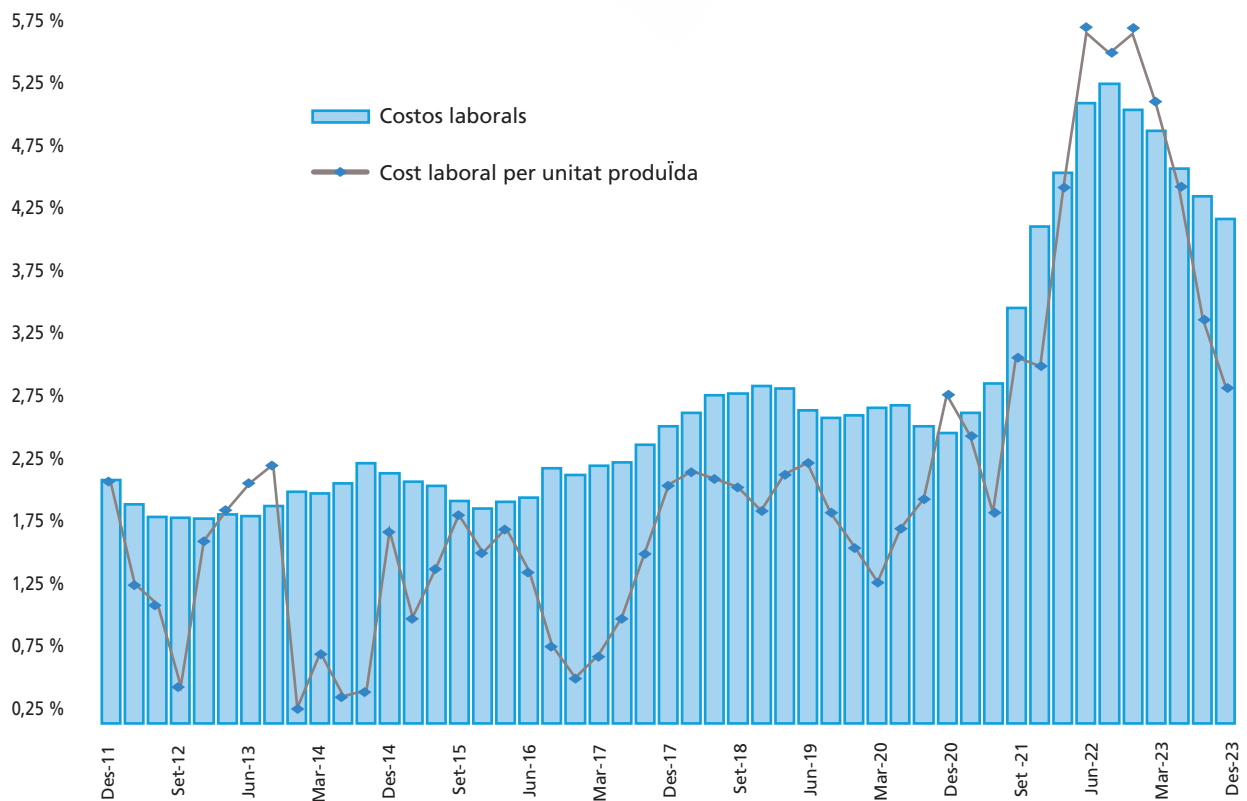
La productivitat pot provocar una caiguda del cost laboral per unitat produïda –“fer més amb menys”–, que compensaria la pressió salarial que existeix.

Això ja està passant, hem vist un ritme de creixement salarial al voltant del 5% i una productivitat al voltant del 3% que deixa uns costos laborals molt compatibles amb els objectius d'inflació de la Fed. El que estem veient permet recuperar el ritme que es va iniciar el 2019 i que la pandèmia va interrompre, tornem a marcar creixements del 3,8% els últims cinc anys.

Recordem que la sortida del cicle de pujades de tipus de l'any 1995, l'única dels últims sis cicles que no ha generat una recessió, va tenir la productivitat com a eina de suport creixent a ritme del 3,6%. El ritme actual és superior i és una fita que ens confirma la tesi que la Fed podrà abaixar tipus, tot i que encara pensem que menys del que descompta el mercat, i que és un any propici per als actius de risc: la productivitat permet una millora de marges, que permet una millora de beneficis, que comporten una millora de les valoracions.

I tot això sense haver vist encara l'assimilació ni la implementació universal de les capacitats que la intel·ligència artificial haurà de portar sobre el teixit empresarial.

**EUA. Creixement anual**



Font: Bloomberg i elaboració pròpia.

➤ **Renda Fixa**

**La muntanya russa no s'atura.**

A diferència del mercat de Renda Variable, que després de la ruptura a l'alça del 29 de gener sembla que ha abandonat el rang lateral en el qual estava instal·lat des de feia tres anys, en el cas de la Renda Fixa pensem que l'optimisme dels inversors, en aquest cicle de pujades de tipus, ha estat de tal magnitud que és molt probable que el rang que s'observa al gràfic es mantingui fins i tot quan la Reserva Federal comenci a abaixar tipus.

Això implica que podem tenir un rang aprofitable, però volàtil, en els tipus d'interès durant tot el cicle de baixades

i, potser, fins al cicle de pujades següent. No sembla que més enllà de cinc anys puguem tornar a entrar en una tendència clara de baixada de tipus.

És important recordar-ho, perquè la part negativa d'aquests vaivens de volatilitat és que no saps mai quan et tocarà el moviment dolent, i, en funció quan tingui lloc, la foto de la cartera se'n pot veure afectada negativament.

Això ens porta a reforçar el missatge que tenim molta més convicció en els trams curts de la corba de tipus d'interès, que estaran molt ancorats per les baixades de tipus dels bancs centrals –tot i que no siguin tan pronunciats com descomp-

ta el mercat–.

En el cas dels terminis llargs, haurem d'adoptar una posició de tacticisme: la volatilitat ens permetrà fer servir el rang, però sempre que siguem capaços de mantenir la disciplina i no ens oblidem de vendre quan els tipus estiguin a la part baixa del rang.

**Continua la muntanya russa**



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

## ➤ Renda Variable

### A Europa, beneficis a l'alça, accions a la baixa.

Constantment estem parlant de les valoracions dels Estats Units i de l'Eurozona en termes comparatius, a quines ràtios cotitza una o l'altra?, quin descompte ha de tenir una borsa o l'altra? En resum, quina és la més atractiva als ulls dels inversors?

Sí analitzem el benefici per acció de les accions europees de l'any 2023, observem una pujada més que raonable en un entorn de debilitat de l'Eurozona. Una primera aproximació pot ser la internacionalització de les companyies no tan subjectes a l'esdevenir de l'economia europea, i en part deu ser per això. Però també es deu a la recompra d'accions per part de les mateixes

empreses, cosa que no és tan habitual en el mercat europeu com en l'americà.

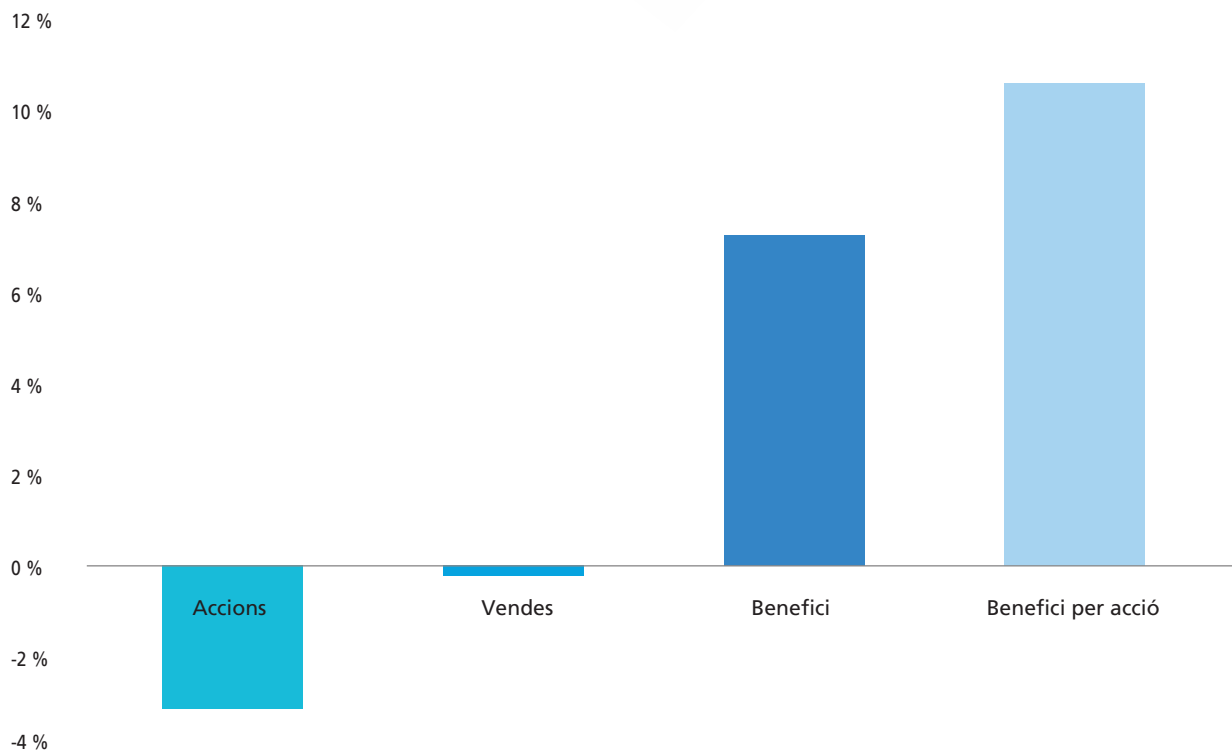
El fet que la borsa europea cotitzi en ràtios que es consideren atractives i per sota de les mitjanes històriques ha animat les mateixes companyies a recomprar les seves accions, perquè considera que estan barates, i a amortitzar-les.

Aquesta pràctica té efectes molt valuosos per als accionistes o els possibles compradors. D'una banda, com que hi ha menys accions en circulació, el benefici per acció de l'empresa augmenta, ja que el denominador és menor i el numerador es manté (benefici total de la companyia / nombre d'accions en circulació), cosa que les fa més atractives per als inversors. A més,

habitualment les companyies fan aquestes pràctiques amb els excessos de tresoreria que mantenen, fins i tot millorant el balanç de la companyia amb la part de tresoreria que no dediquen a recomprar accions.

El 2023 hi ha hagut una recompra per part de les companyies d'aproximadament el 3 % de les accions en circulació, cosa que ha suposat que el benefici s'hagi incrementat aproximadament un 3 % addicional sense aquest efecte. Aquests plans de recompra d'accions de les companyies són un esperó perquè la borsa europea tingui un bon acompliment el 2024.

### Variació el 2023. Més benefici entre menys accions



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ **Gràfic del mes**

**Quan tot va bé, els mitjans van millor.**

El mes passat posàvem el focus en la distorsió que genera en els índexs la popularitat entre els inversors de les set magnífiques –les empreses tecnològiques més grans–. El 2024, aquesta tendència es manté: n'hi ha quatre (Nvidia, Microsoft, Meta i Amazon) que aporten més rendibilitat a l'S&P500, l'índex principal als EUA, que les altres 496 companyies.

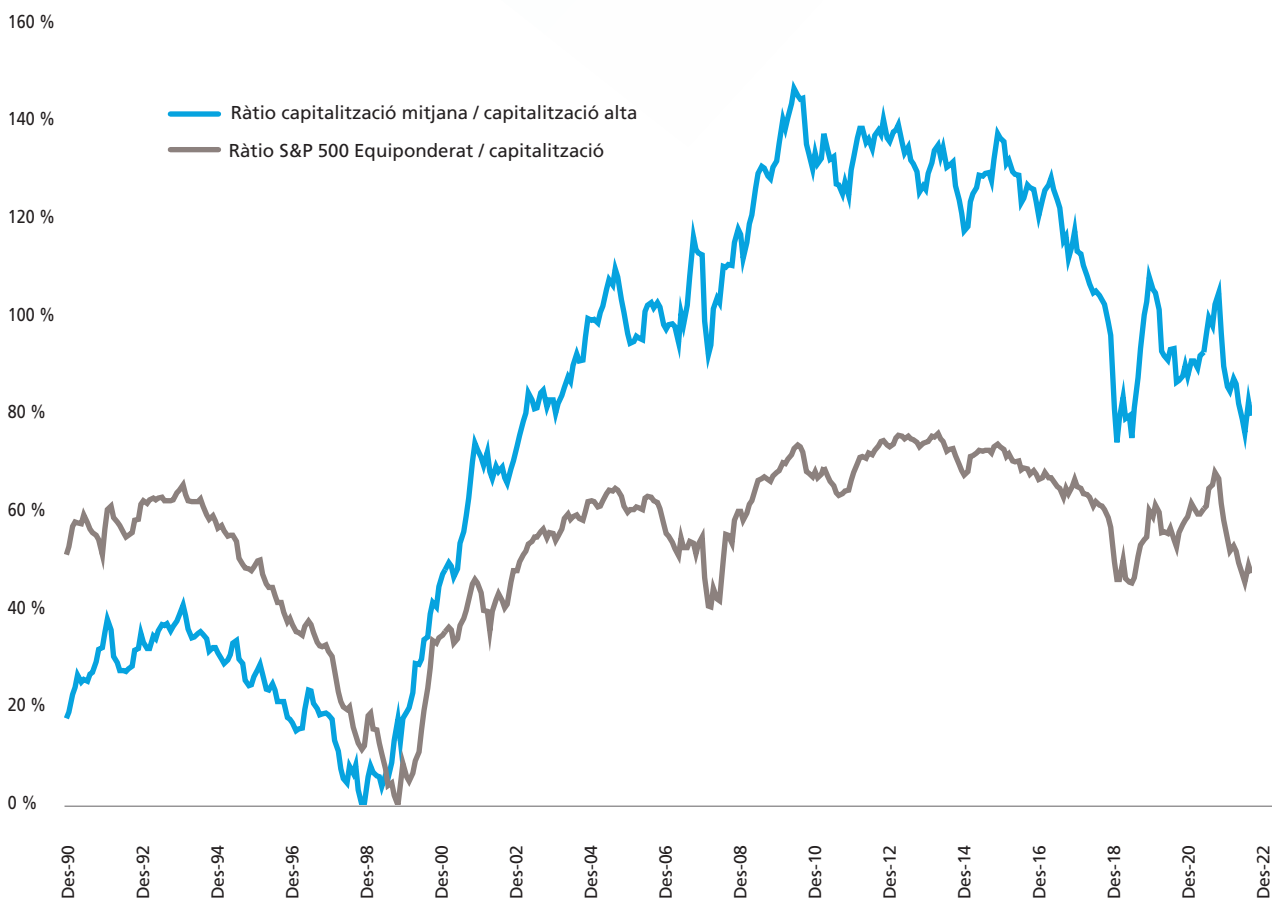
Aquesta concentració de la rendibilitat se sol produir en moments en què el creixement econòmic és escàs i el mercat està disposat

a sobrepagar-lo. Amb tot, en el nostre escenari per al 2024 el creixement serà abundant, i llavors totes les empreses se'n beneficiaran, provocant una rotació dins del mercat.

Històricament, les empreses petites i mitjanes tenen més sensibilitat al cicle econòmic, cosa que es reflecteix en el bon comportament que van tenir en les recuperacions posteriors a la crisi del 2000 i el 2008. Entre aquestes, tenim una clara preferència per les empreses mitjanes, que tenen una equació risc-benefici molt interessant. Gaudeixen dels mateixos avantatges que les petites (ciclicitat, valoració en mínims) i menys inconvenients.

Als EUA, hi ha un 40% d'empreses petites en pèrdues, mentre que en les mitjanes aquest percentatge cau a menys de la meitat. A més, la composició sectorial també és molt adequada en aquest entorn: les empreses industrials són les més representades, amb més d'un 20% de l'índex americà, mentre que la presència de tecnologia cau a la meitat respecte a les empreses grans. Finalment, la revisió dels beneficis dels pròxims trimestres de les empreses mitjanes és molt més semblant, per a bé, a les grans que no pas a les petites.

**Els mitjans milloren**



Font: Bloomberg i elaboració pròpia