

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



ABRIL DE 2024



Millor Banc a Espanya 2023



Millor Banc Digital a Europa Occidental 2023



Millor Banc a Espanya i a Europa Occidental 2023



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 recessió que no acaba d'arribar
 - Europa, per créixer, veniu al sud

- *Renda Fixa*
 - Divergències centrals

- *Renda Variable*
 - Puja el preu, però no està més car



» Entorn de mercats

La recessió que no acaba d'arribar.

Fa dotze mesos, el consens dels economistes que fan públiques les seves previsions esperaven un creixement per al 2023 inferior a l'1%, per que fa a l'economia dels EUA, cosa que suposava una caiguda del 50% respecte al creixement del 2022 (1,9%). En realitat, el creixement es va accelerar i va pujar fins al 2,5%.

Per a aquest any, la previsió era, al desembre, de l'1,2%, i ja anem pel 2%. La previsió, com és normal, va darrere de la realitat. El creixement econòmic, lluny de frenar-se, s'està accelerant, i no només als Estats Units.

L'indicador avançat de creixement que elabora l'OCDE és un mesurador excel·lent de la variació de la velocitat de creixement (un acceleròmetre, en comptes d'un velocímetre), i això fa que sigui molt bo identificant els punts d'inflexió en la velocitat.

El que ens mostra és que el creixement econòmic al conjunt dels països observats

va deixar de frenar-se cap a la tardor del 2023 i ha tornat a accelerar-se des d'aleshores. El perfil està marcat pels EUA, però també podem observar que, a l'Eurozona, l'acceleració –moderada, però acceleració– que va començar l'estiu de l'any passat es manté, i que fins i tot la Xina (que no pertany a l'OCDE) va tocar fons en la seva frenada, al desembre.

Ens hem d'aturar a pensar en l'estranyesa del que està passant, la pujada de tipus més agressiva dels últims quaranta anys no ha aconseguit frenar l'economia, i això venint d'una situació en la qual es considerava necessari tenir tipus negatius per tal de no ofegar un creixement molt fràgil. El creixement econòmic ha passat de tenir el vigor d'una flor d'hivernacle al d'una mala herba que, tal com ens recorda el refrany, no mor mai.

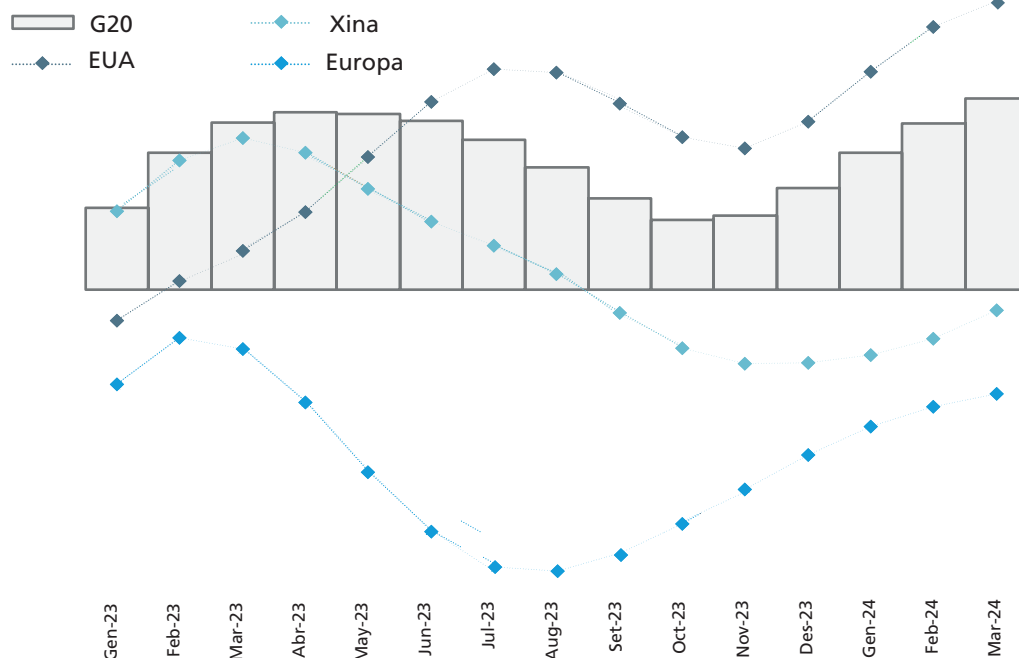
Podem descriure el que els juristes anomenen *causa prospera* del fenomen; el creixement s'accelera perquè els ingressos de les famílies i els beneficis de les empreses creixen, però no podem

amagar que ignorem (tots, no és un problema de l'eficàcia Servei d'Estudis de CaixaBank) la "causa eficient", per què l'activitat que produeix aquest increment d'ingressos i beneficis no es frena? La nostra ignorància ens recorda, en reflex especular, la situació posterior a la crisi del 2008, quan les baixades de tipus no aconseguien, ni quan eren negatius, reactivar el creixement. No és difícil que darrere de tot això hi hagi els "esperits animals" que Keynes assenyalava com la base de les decisions econòmiques, els que ens permeten actuar amb confiança (més o menys) davant d'un futur que és incognoscible: quan impera el temor, res no ens anima a gastar, quan domina la confiança, és difícil desanimar-nos. Ningú no ha aconseguit modelitzar (per tal de poder predir) aquests esperits, però l'experiència ens ensenya que són duradors.

El vigor del creixement ens pot acompanyar molt de temps, gaudim-ne.

Acceleració de l'activitat econòmica.

Variació de l'indicador avançat de creixement de l'OCDE



Font: OCDE i elaboració pròpia



» Entorn de mercats

Europa, per créixer, veniu al sud.

La recuperació de l'activitat, des del 2019, ha obert una bretxa enorme a Europa, una perifèria que es comença a notar, al sud i l'oest, contrasta amb l'atonía del centre i el nord.

Des del 2019, les economies de Grècia i Portugal han crescut un 6%, la d'Itàlia un 3,5% i la d'Espanya un 2,5%, i Alemanya?: un 0,7%; la venjança dels PIGS, l'acrònim despectiu que es va posar de moda durant la crisi del 2008-2012 per referir-se a Portugal, Itàlia, Grècia i Espanya (Spain).

Però és fals que aquest fenomen sigui recent: Espanya i Portugal fa deu anys que creixen més que Alemanya, i Grècia i Itàlia set anys, etc. Si tenim en compte el creixement des del mínim posterior a la crisi de l'euro, la diferència de

creixement anual és superior a un 1% (cada any) per a tots aquests països.

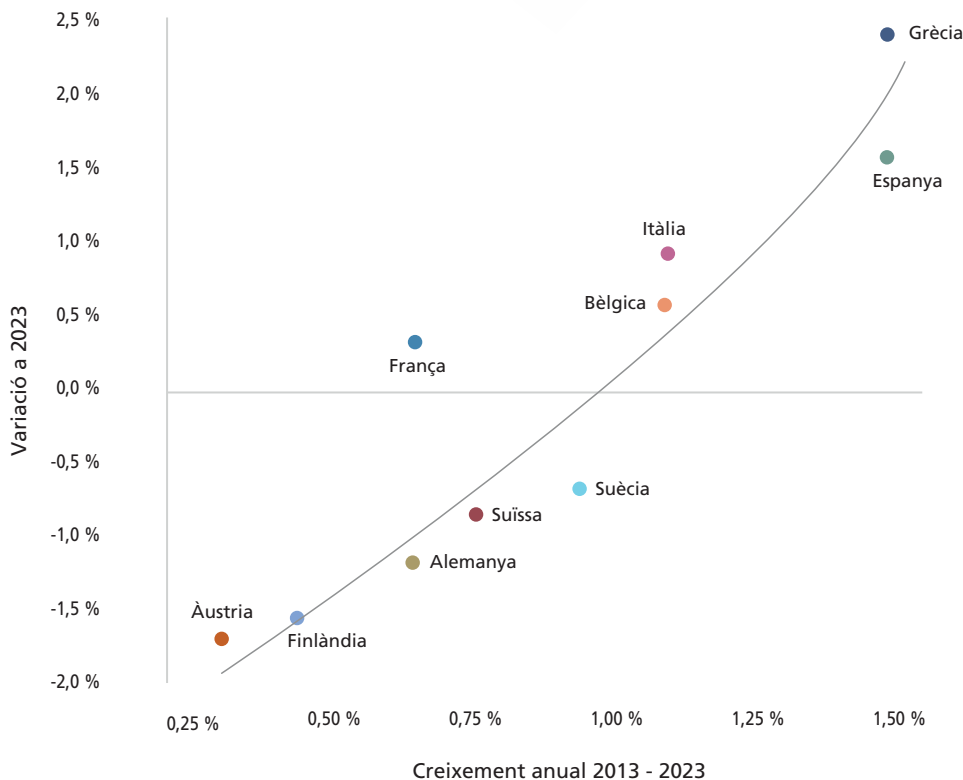
És cert que la diferència s'ha accelerat des del 2019, i és fàcil explicar per què: Alemanya ha de mobilitzar una part molt important dels seus factors de producció (treballadors i capital) de la demanda externa (exportacions) a la domèstica.

Però què explica la millora del comportament prèvia al 2019 que va passar desapercebuda? Al nostre parer, l'explicació és un motiu per confiar en el futur del creixement alemany; les economies perifèriques es van reinventar durant la crisi del 2008 al 2012, en sentit invers al que ara ha de fer Alemanya (de gastar dins a exportar), i una estructura econòmica acabada de posar té més capacitat de creixement (adopció de les últimes tecnologies, absència d'empreses que decauen lentament, etc.) que una de madura. Alemanya ens tornarà a

sorprendre a tots per la capacitat que té de créixer quan s'acabi la transició. El procés hauria de ser més ràpid que per a nosaltres; és més fàcil aprendre a gastar que a estalviar i exportar. I la perifèria? Doncs depèn del que fem amb els anys de bonança, si els aprofitem per millorar la nostra competitivitat continuarem vigorosos, si els desaprofitem, al contrari, i no és tan fàcil jutjar si els estem aprofitant com ho presenta la premsa (sí quan governa el color de la línia editorial de cada mitjà, no en cas contrari).

Tots fem coses bé i coses malament, i el producte net el coneixerem quan la realitat ens sotmeti a una prov.

Creixement del PIB per càpita real



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ Renda Fixa

Divergències centrals.

El bon comportament de les economies perifèriques empal·lideix si el comparem amb el dels EUA: si aquí, des del 2019, hem crescut un 3,5%, als EUA ha estat un 8%. Passa el mateix amb els preus, en el mateix període a l'Eurozona han pujat un 20% i als Estats Units un 23%, i si no comptem l'energiam la pujada ha estat del 14% i del 21% respectivament.

La inflació ja està millorant, però aquí més. Al desembre, la inflació era del 2,9% a banda i banda de l'Atlàntic; al març, els preus a l'Eurozona van pujar, respecte al març de l'any passat, un 2,5% (o un 2,9% sense l'energia), als EUA un 3,5% (3,8% sense energia); als

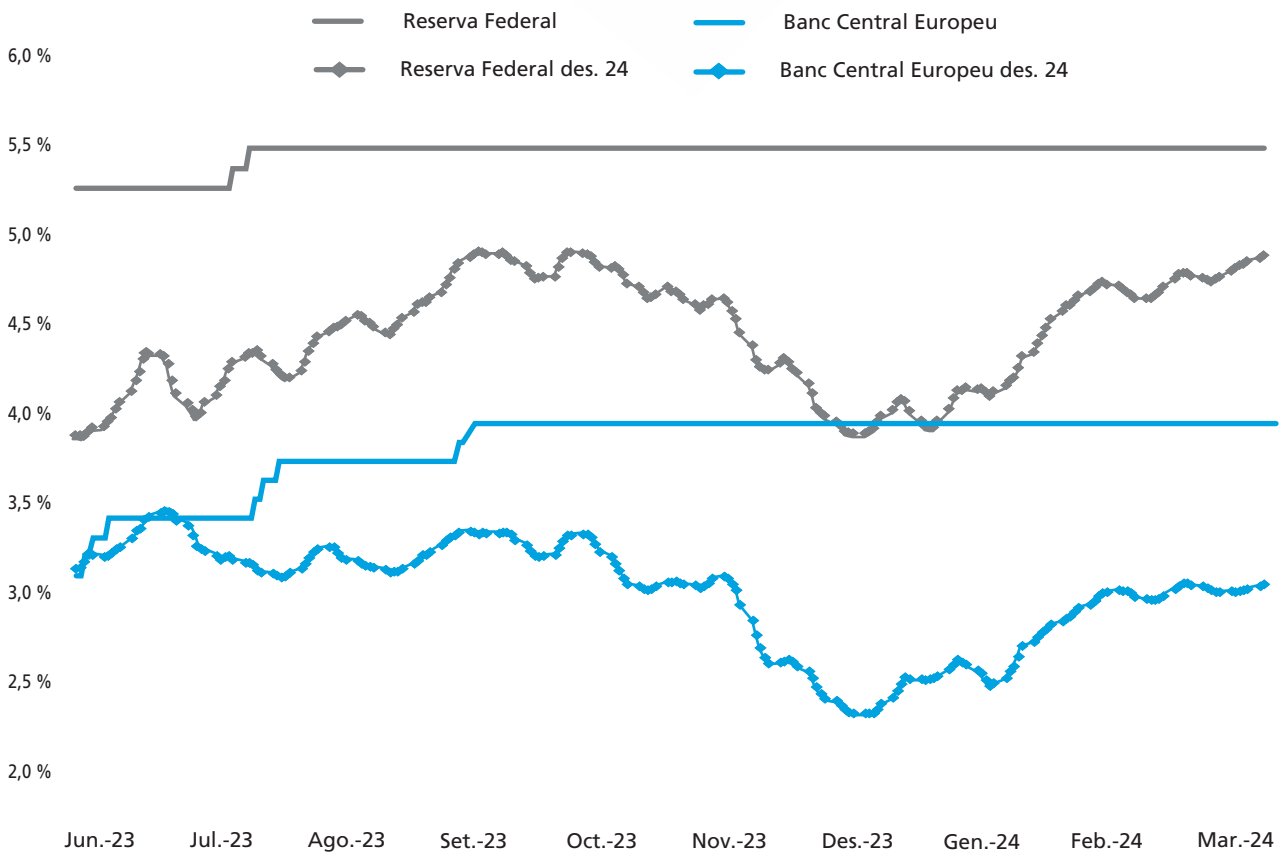
Estats Units els preus s'han accelerat més de mig punt i a l'Eurozona s'han frenat el mateix.

Tot i això, si escoltem els bancs centrals respectius, sembla que els papers s'inverteixen: la Reserva Federal ens diu que, tot i que no sap quan començarà a abaixar els tipus, aquest any els reduirà a 0,75 punts; el Banc Central Europeu té més clar quan farà el primer moviment, al juny, però a partir d'aquí tot queda a l'albur de l'evolució de les dades econòmiques, no ens promet res.

La postura del BCE sembla menys acomodaticia que la de la Fed, però aquesta no ha estat la lectura dels mercats; si al gener els inversors aposta-

ven que els tipus baixarien gairebé 1,5 punts tant als EUA com aquí, ara a Amèrica ni tan sols no es creuen els 0,75 que promet el seu Banc Central –descomptem 0,4–, mentre que a l'Eurozona l'aposta és per una baixada de 0,8 punts. La política de comunicació dels dos bancs no ha canviat, els últims anys, i els anys previs a la pandèmia els europeus envejàvem la claredat de la Reserva Federal, i vèiem la prudència del BCE contraproductent, tot i que aquest cicle sembla que passarà el contrari.

Divergències centrals



Font: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renda Variable

Puja el preu, però no està més car.

Sovint, quan adquirim les accions d'una empresa, oblidem el que estem comprant.

Quan paguem per adquirir un bé és fàcil saber què comprem, i passa el mateix amb la compra d'un servei. Què comprem quan adquirim una acció? Els beneficis futurs que generi l'empresa que ha emès aquesta acció.

Això posa de manifest que és absurd pensar que si el preu d'una acció puja estarà més cara (o que si baixa estarà més barata); no paguem per l'acció, paguem pels beneficis, si els beneficis han pujat igual que el preu de l'acció, no estarà ni més cara ni més barata, i si han pujat més pot ser que, amb un preu més alt, estigui més barata.

El que pensem que faran els beneficis en el futur ens importa tant, o més, que el que hagin fet en el passat. El fet que els dos últims anys el benefici hagi pujat més que el preu (que és el que passa en aquest moment als índexs de l'Eurozona) és bo,

el preu pel benefici passat ha baixat, comprem més barat, però què passarà els pròxims anys? No ho sabem, i recorrem a un truc que Francis Galton va descobrir cap al 1906. A les fires de bestiar de l'època, es feia una mena de travessa: s'establia un premi a qui endevinés el pes dels animals vencedors; s'hi podia participar comprant bitllets i el premi consistia en la recaptació total (menys la comissió de l'organitzador, això no ha canviat). Portat per la curiositat científica, va demanar que li deixessin veure les apostes que es feien i va descobrir que, en tots els casos que va poder estudiar, la mitjana de les apostes estava més a prop del pes real que la millor de les apostes; havia nascut una eina científica potent, la saviesa de la multitud (*wisdom of the crowd*).

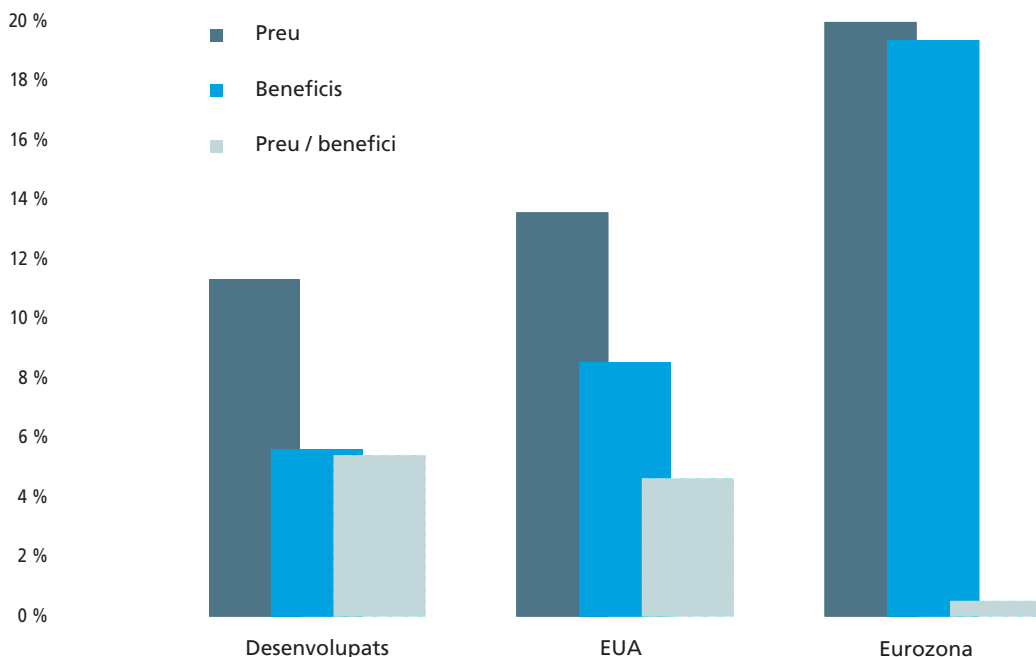
Podem fer servir aquesta eina aplicant el preu per la mitjana del benefici esperat pels analistes que segueixen aquesta companyia o, de manera més resumida, el benefici de consens. Els analistes no són infal·libles i, sobretot, només arriben a

entreveure un futur molt proper, així que val més no fer previsions gaire llunyanes; fem servir el consens per als pròxims dotze mesos, però això ja ens dona una molt bona pista per a horitzons més llargs, el creixement té molta inèrcia, i si el benefici futur de consens avui és més elevat que el de fa tres mesos, el més probable és que el de d'aquí tres mesos també sigui més elevat que el d'avui.

Aquest llarg curs metodològic ens serveix per saber si la pujada del preu de les accions ens ha deixat una borsa en què el preu pel benefici esperat és més car, i la resposta és que una mica, per al conjunt de les borses de països desenvolupats, i gens per a la borsa de l'Eurozona, ja que els dos últims anys el preu ha pujat un 19% i el benefici esperat un 18,5%; a més, el benefici esperat avui és més elevat que el de fa tres mesos, així que, molt probablement, el del juliol serà més elevat que el d'avui.

Els preus de les accions pugen, però no són més cares.

Índexs de borsa. Evolució març 22 - març 24



Font: Bloomberg i elaboració pròpia