

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



DESEMBRE DE 2023



Banco del Año
2021 en España



Mejor Banco en España y Mejor Banco en Europa Occidental 2021
Mejor Banco Digital en banca de particulares en España 2021
Banco más innovador en Europa Occidental 2021
Entidad de Banca Privada más Innovadora de 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 inflació, una lluita desigual.
 - Sorpreses sorprenents.

- *Renda fixa*
 - No som tan iguals.

- *Renda variable*
 - No som tan diferents.



➤ **Entorn de mercats**

La inflació, una lluita desigual.

La desacceleració benvinguda als EUA i Europa amaga, tot i així, processos molt desiguals i que, a primera vista, fins i tot podrien semblar millors a l'altra banda de l'Atlàntic, on la inflació, al novembre, se situa en el 2,4 %, davant del 3,1 % de l'Eurozona. Amb tot, si baixem fins a la inflació subjacent, la foto és una altra, amb diferència; si ens basem en l'índex de preus al consum personal (l'objectiu de la Reserva Federal, i que s'assembla a la inflació subjacent a l'Eurozona, per la composició), la variació interanual de la sèrie fa 31 mesos que està estancada i, des del màxim, el febrer del 2022, el seu ritme de caiguda està sent desesperadament lent. A l'Eurozona, el màxim es va assolir més tard, el març d'aquest any, però des de llavors ha caigut dos punts, i de manera accelerada.

És útil fixar-se en el component de serveis, ja que ens indica molt millor quina és la tendència subjacent de la inflació, sense els vaivens dels preus de l'energia i els aliments, o els dels tancament / obertura de les

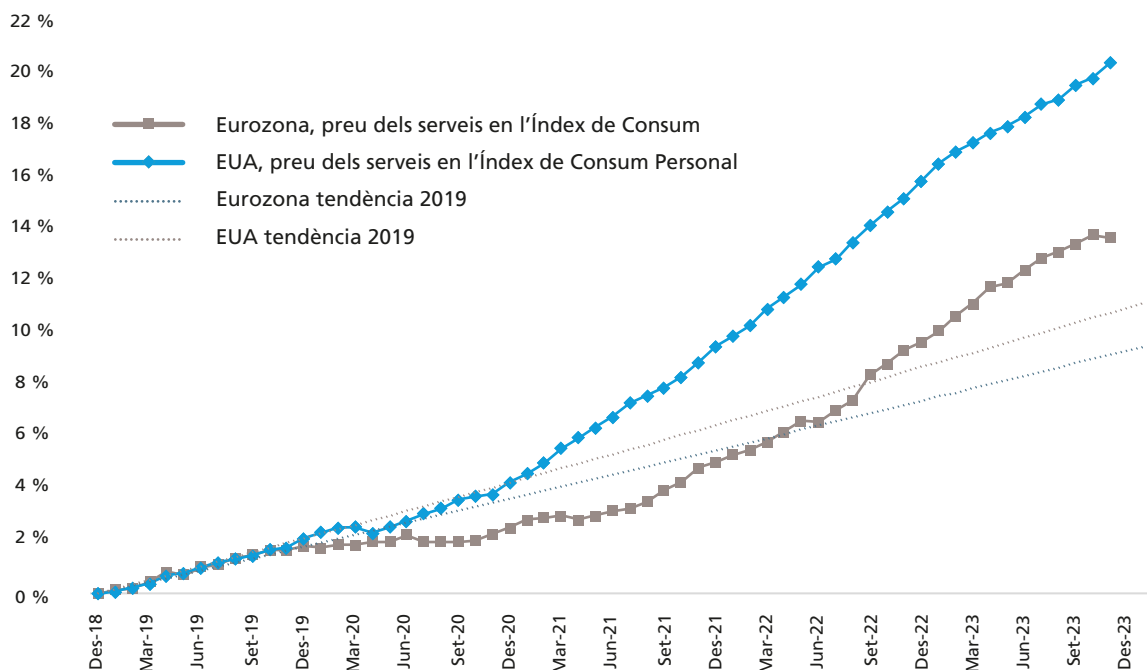
cadena de producció de béns. En la inflació de serveis (per als EUA continuem fent servir el deflactor de la despesa del consum personal, que té un pes de l'habitatge similar al dels índexs de consum europeus), la foto encara és més diferent. Si agafem la tendència de l'any 2019 com a base, un 1,8 % a l'Eurozona i un 2,1 % als EUA, l'índex de preus de serveis als EUA la va abandonar el desembre del 2020 i, des de llavors, el ritme de creixement ha estat gairebé constant, i, de fet, els quatre últims mesos s'està accelerant. A l'Eurozona, no vam recuperar la tendència del 2019 fins a l'abril del 2022, vam tenir un llarg període de deflació, els que anaven primers a la sortida van anar a un ritme ràpid, però la desacceleració també; des de la primavera d'aquest any, hem recuperat ritmes similars als del 2019, i baixant.

La diferència mostra clarament que els episodis inflacionistes han estat molt diferents. A l'Eurozona, ens vam empobrir (el preu del que importem va pujar molt més que el del que exportem), i ens hem vist obligats a reformar el nostre model de

creixement, que depenia en bona mesura de la demanda externa, mentre que encara estem discutint com repartir l'empobriment (de moment, se l'ha endut tot el sector públic, però això no és gaire sostenible). De tot plegat fa temps i, sobretot, retreu els consumidors, amb una demanda dèbil, les empreses no poden pujar preus, ni els treballadors els seus salaris, i el primer impuls inflacionista es desfà com la neu un dia assolellat. Als EUA, va passar el contrari, es van fer més rics, i a sobre els va caure un programa d'estímul fiscal considerable, el resultat és una demanda potent i capacitat perquè els treballadors i l'empresariat puguin pujar el preu del que venen.

La lluita contra la inflació a banda i banda de l'Atlàntic és molt desigual; el BCE s'enfronta amb un ancià, que, a més, porta una mà lligada a l'esquena, la Reserva Federal amb un homenet armat. El més curiós és que la reacció dels dos bancs, fins ara, ha estat molt similar, però ja veurem quant de temps aguanta aquesta similitud.

Inflació de serveis



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



» **Entorn de mercats**

Sorpreses sorprenents.

Cal afinar bastant per trobar senyals de desacceleració en les dades de creixement als EUA, però n'hi ha, especialment en els sectors més sensibles a l'impacte dels tipus.

El mateix, però a la inversa, podem dir per a Europa en general i l'Eurozona en particular: hem d'escodriñar per trobar dades de fortlesa, però n'hi ha: les comandes de manufactures s'acceleren, els indicadors de sentiment econòmic que fa la UE, el millor indicador contemporani de creixement, s'estabilitza, la confiança dels consumidors (especialment pel que fa a "moment per fer compres importants") es recupera (de fet, ha tingut el tercer increment més important en un mes, exceptuant la pandèmia, de la història, els altres dos van tenir lloc al final de la crisi del 2009), i fins i tot les vendes al detall s'estabilitzen.

No és gaire, ni debilitament en un cas ni

enfortiment en l'altre, però en aquesta vida tot és qüestió d'expectatives, i eren tan desaforadament optimistes als EUA i tan desesperançades a l'Eurozona, que els indicadors de sorpreses econòmiques, diferència entre la dada esperada i la publicada, han començat a girar, a les dues regions.

I això no ha fet més que començar, des de l'OCDE fins a l'FMI, passant pel Servei d'Estudis de Caixa Bank (del qual ens refiem molt, i no pas per corporativisme, sinó perquè ho fa molt bé), preveuen una convergència notable dels ritmes de creixement entre els EUA i l'Eurozona, el 2024.

Hi ha més dispersió del que és usual en les previsions, però, recordant la cèlebre frase de Jaime Terceiro, el millor professor que he conegut, que diu que els economistes posen un decimal a les seves previsions per demostrar que tenen sentit de l'humor, el consens apunta un 1% de creixement real

en totes dues zones, cosa que significa doblar el nostre ritme de creixement i reduir un 60 % el dels EUA, si ara estem "sorpresos", d'aquí poc ho podem estar molt més.

De fet, amb molt poca desacceleració als Estats Units podem viure algun episodi de "pànic recessionista" al mercat, la por és lliure, i seria una bona oportunitat si mantenim la calma, i a la inversa: per poc múscul que ensenyi l'economia europea, els falcons del BCE poden posar-se massa nerviosos; sens dubte, l'any 2024 estarà tan ple de sorpreses com l'actual, així que més val que ens preparem per mantenir un ànim equànim.

Sorpreses econòmiques. Dades en desviacions típiques.



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ **Renda fixa**

No som tan iguals.

Robert Kagan va dir la cèlebre frase que "els americans són de Mart i els europeus són de Venus" per resumir dues actituds vitals, una de més imbuïda pels principis marciais del déu de la guerra i l'altra per la voluntat d'harmonia de la deessa de l'amor, però, pel que fa als bancs centrals, la dita es podria invertir del tot, per ser justos.

La Reserva Federal, en un context de fortaleça econòmica i inflació dubtosament controlada, ens va fer saber, en un important discurs del governador Christopher Waller del 28, que la reducció de la inflació era una condició necessària, però també suficient, per reduir el tipus d'intervenció. El discurs el va completar el president de la Fed, el Sr. Powell, en una roda de premsa, el dia 13. La Reserva Federal busca el tipus mínim compatible amb un creixement vigorós i no (gaire) inflacionista.

Des del Banc Central Europeu, l'actitud és molt diferent: malgrat la debilitat de la nostra economia i la rapidíssima desaparició

de la inflació, totes les veus d'aquesta institució insisteixen que no es pot "abaixar la guàrdia" (paraules textuais) i que és massa aviat, no ja per començar a pensar a abaixar els tipus, sinó per començar-hi a pensar. El BCE busca el tipus màxim compatible amb un creixement quasi agònic, i no (gaire) deflacionista.

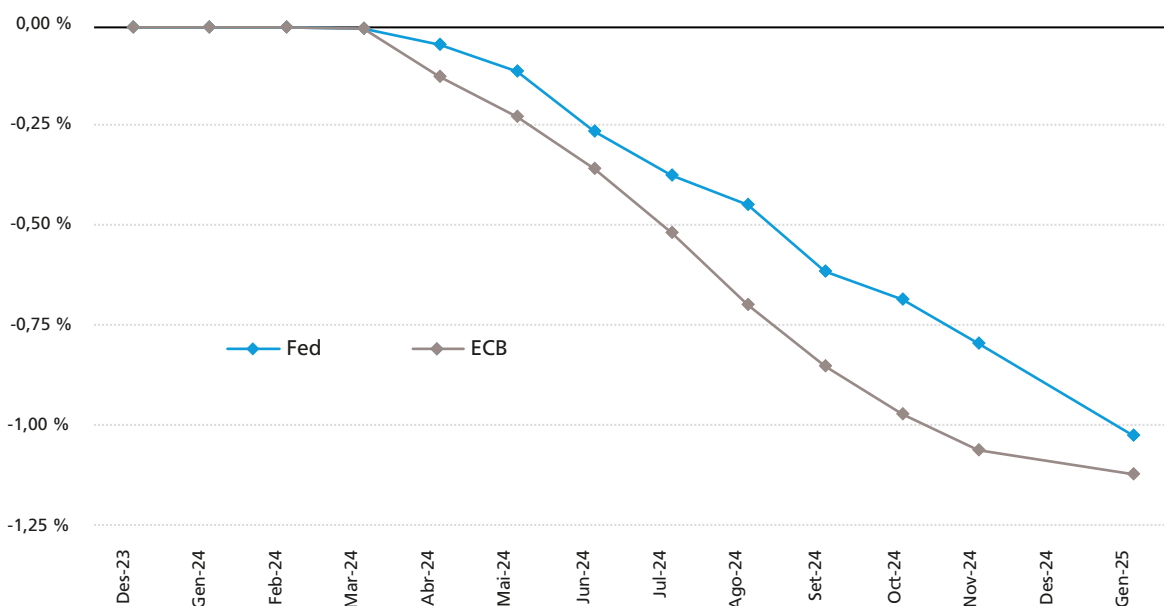
Totes dues actituds tenen avantatges i inconvenients, per descomptat, per al creixement és millor la de la Fed, tenir els tipus més alts del que és estrictament necessari és una transferència de riquesa dels emprenedors cap als rendistes; no és estrany que gairebé totes les innovacions empresarials s'originin als EUA, és el resultat d'una política monetària que incentiva la remuneració del risc, mentre que l'europea paga per no assumir-ho.

El pitjor és que l'actitud de la Fed potser alimenta massa aquests famosos "esperits animals": des del mes d'octubre, Waller els tipus han baixat, més d'un punt en els terminis superiors a cinc anys, i, de fet, es troben al mateix nivell que tenien fa catorze

mesos, les peticions de préstecs hipotecaris s'estan animant i les emissions de bons corporatius també, les condicions finance-res, en definitiva, s'han relaxat, com si la Fed ja hagués abaixat els tipus. Aquesta reacció del mercat pot obligar a fer un gir en la comunicació, i no seria la primera vegada: al llarg del 2023, hem vist diversos episodis, i tant de vaivé acaba danyant la credibilitat del Banc Central. A Europa, no correm aquest risc, si algú ha de fer un gir no serà el Banc Central Europeu, serem tots els altres, tampoc no seria la primera vegada que el nostre banc ens acosta al precipici, i això tampoc no és bo per a la seva credibilitat, i encara menys per a la nostra economia.

La veritat és que volen organitzar un programa d'intercanvi, un Erasmus de banquers centrals, a veure si els d'allà es fan més marciais, i els nostres més venusians. Les expectatives dels inversors mostren el resultat de les contradiccions, esperem que, en situacions molt diferents, facin exactament el mateix. Ja ho veurem.

Tipus d'intervenció. Variació respecte al nivell actual



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ **Renda variable**

No som tan diferents.

El preu que paguem pels beneficis de les empreses europees sempre és menys que el que paguem pels de les empreses dels EUA, basant-nos en la ràtio entre el preu i el benefici esperat pel consens per als dotze pròxims mesos (el PER), la diferència mitjana (el valor que deixa un 50% de les observacions a cada costat) és de -17,4 %, tot i que si fem servir la diferència mitjana, el descompte és una mica més notable, -19,6 %, cosa que ens indica que hi ha més valors extrems de més valoració relativa que de menys (és a dir, més descomptes negatius que si la distribució fos simètrica). Els valors de descompte més extrems es concentren els últims anys, especialment a partir del 2016, i arriben al paroxisme al llarg d'aquest any.

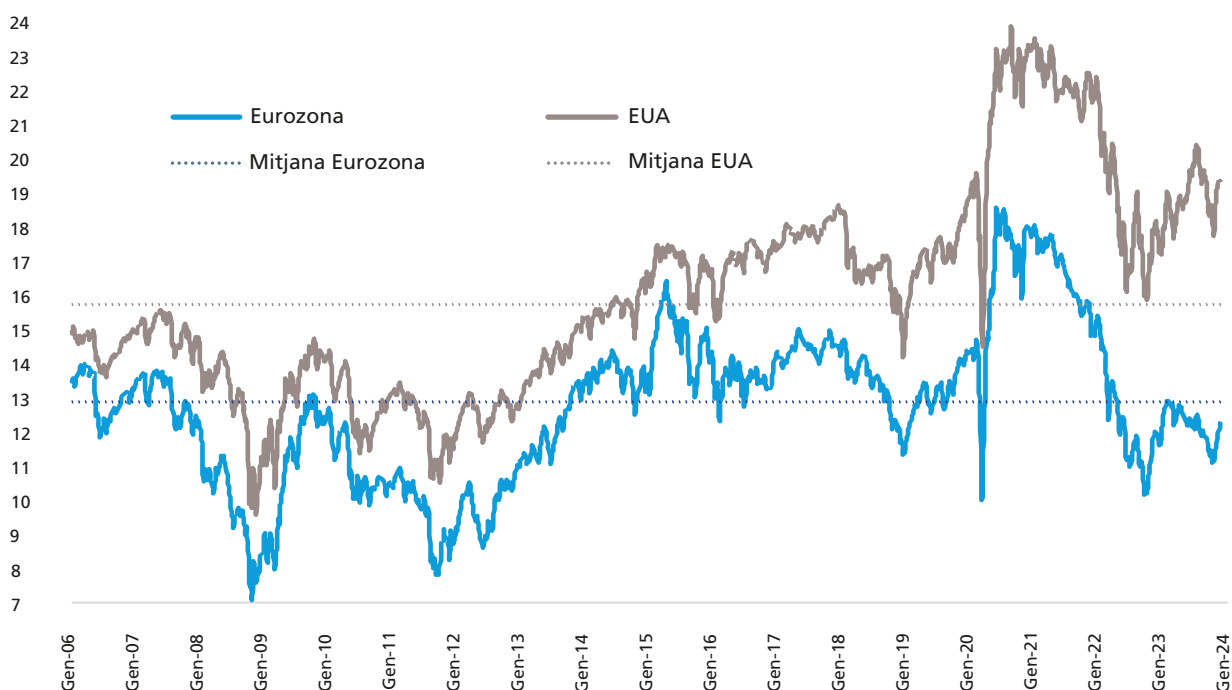
Hi ha molts motius perquè hi hagi un descompte en el preu dels beneficis, però els dos més importants són més ciclicitat (o dependència del cicle), que paguem menys pels beneficis com més volàtils siguin, i el

creixement, com més lent sigui el ritme de creixement dels beneficis, menys estem disposats a pagar-los. El primer factor és una realitat en la diferència dels índexs, el pes de les companyies cícliques és més notable a la borsa europea que a la dels EUA, el segon no ho és, o més aviat, no ho és si pensem en el benefici que rep cada acció, tot i que sí que ho és si mirem el benefici predit pel consens d'analistes. El benefici d'una empresa sempre és un càlcul amb un cert nivell de creativitat, per restringir-la hi ha unes "normes de comptabilitat generalment acceptades", però el treball d'un analista és anticipar quin benefici ensenyarà una empresa, no quin benefici és el que resultaria de limitar la seva creativitat (encara que també el coneix, però només ho dirà si li ho preguntes específicament). Aquesta és una font important de diferència en el creixement diferencial del benefici als EUA, el sistema de remuneració en aquest país, molt lligat al benefici publicat, incentiva molt la creativitat. Però la font de diferència més

important és tenir en compte el veritable nombre d'accions entre els quals es reparteix aquest benefici. Als EUA, la compensació per mitjà de l'entrega d'accions està molt estesa, aquestes accions "no existeixen" si només mirem les accions emeses fins a dia d'avui, però "sí que existeixen" si tenim en compte les accions que sabem que s'emetràn els dotze pròxims mesos (i ho sabem, està en alguna nota a peu de pàgina dels immensos volums on les empreses detallen els seus resultats).

El benefici per acció és el que ens importa, i si no el calculem bé ens podem endur sorpreses desagradables. Des de l'any 2012, el benefici "diluït i ajustat a les accions realment existents" ha crescut un 17 % més a la zona euro que no pas als EUA, el que s'ha publicat sense aquests matisos un 11 % menys, i el de consens dels analistes un 23 %. Els analistes els paguen per endevinar el número publicat, els accionistes pel "diluït i ajustat a les accions realment existents".

PER amb beneficis esperats els pròxims 12 mesos



Font: Bloomberg i elaboració pròpia