

# Gestiona

Publicació bimestral  
exclusiva per a inversors

Setembre /  
Octubre 2022

## Tendències de fons

### Què és l'LCOE i per a què serveix?



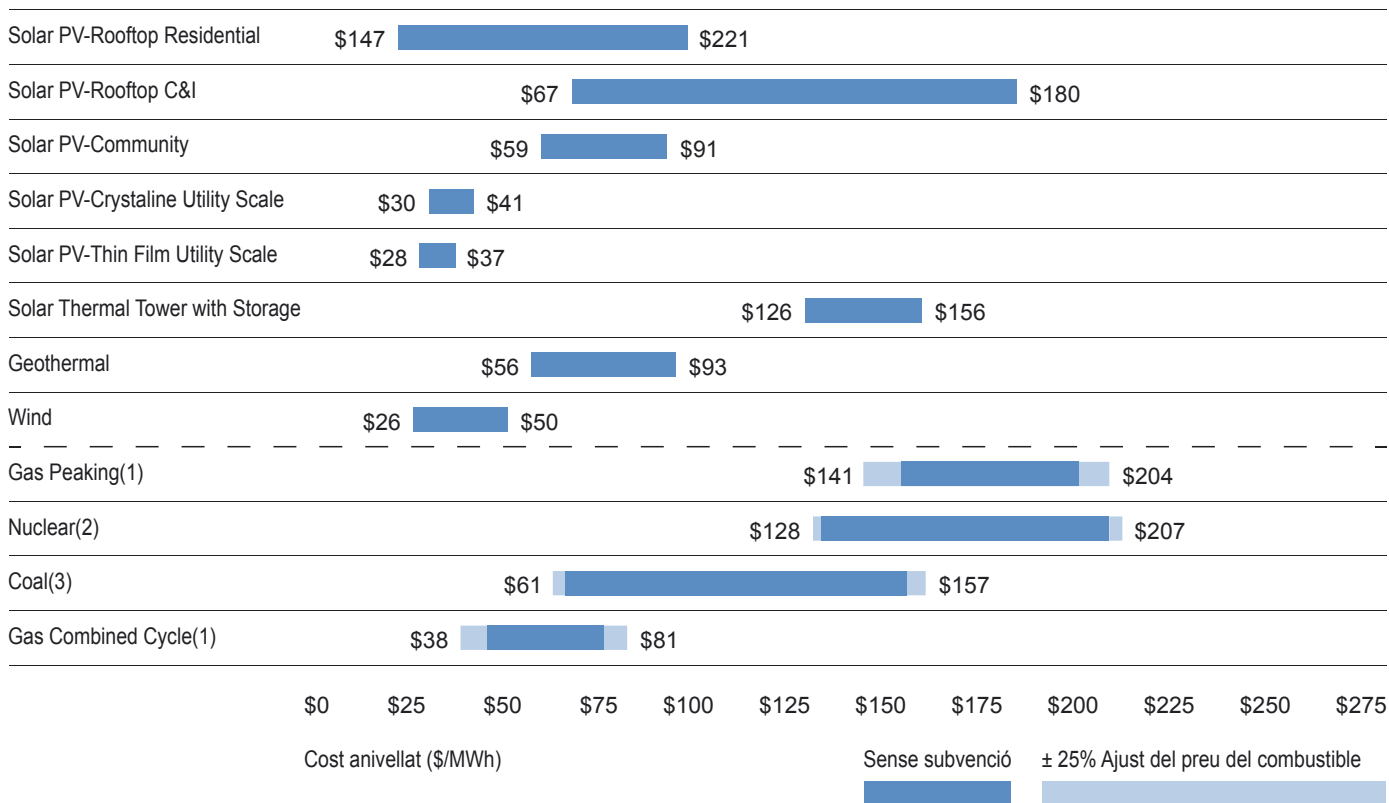
L'LCOE, també conegut com a cost energètic anivellat en la seva traducció al català, és una metodologia estàndard per calcular el cost per quilowatt hora per a cada tipologia de generació elèctrica. Aquest paràmetre comptabilitza tots els costos que cada sistema de generació té al llarg de la seva vida útil (inversions, combustible, emissions, operació i manteniment, desmantellament...) i el divideix entre la producció d'energia total, i posteriorment l'actualitza a valor present. D'aquesta manera, ens proporciona una mètrica del cost per kilowatt hora.

A través d'aquest càlcul podem comparar els costos de tots els sistemes de generació amb una sola dada, i així trobar els sistemes més eficients per a cada regió. Aquest darrer punt és molt rellevant, ja que els costos de cada tecnologia varien molt per regió. Per tant, l'LCOE de la generació solar fotovoltaica no serà igual a Lleida que a Estocolm perquè no tenen les mateixes hores de sol, la mateixa intensitat ni la mateixa temperatura. Un altre cas que evidencia la diferència del cost per regió es dona en l'energia eòlica, ja que el vent no té la mateixa intensitat ni a totes les regions ni a la mateixa altitud.

Així, doncs, immersos en ple debat de les energies renovables, les dues preguntes que ens hem de formular són, en primer lloc, com compara l'LCOE les diferents fonts de generació energètica i, en segon lloc, com compararà en el futur, és a dir, si hi ha marge de millora en costos.

El gràfic següent de Lazard ens mostra l'LCOE per tipologia de generació elèctrica. Observem que la font eòlica (wind) és, juntament amb la planta generadora solar, una de les més rendibles actualment, i, al seu torn, no són dependents de l'evolució de les matèries primeres (recursos fòssils o nuclears), cosa que aporta estabilitat a la rendibilitat de les generadores.

## Tendències de fons



\*Font: Lazard

Per tant, les dades donen suport al fet que les energies renovables eòliques han fet els deures i han aconseguit posicionar-se al mateix nivell que els combustibles fòssils, i en algunes regions fins i tot han estat les més barates en absolut.

En el cas particular de l'energia eòlica, aquesta es pot generar en alta mar (offshore) o en terra ferma (onshore), i aquesta última és la responsable de prop del 90 % de la instal·lació anual actual, si bé el mix està canviant. El principal motiu del fet que l'energia eòlica onshore sigui la que té una adopció més gran és perquè el seu LCOE és significativament més baix, concretament un 43,8 % més barat segons les estimacions de Bloomberg. No obstant això, a mesura que es vagin reduint els LCOE de les instal·lacions en alta mar, el pes dins del mix s'anirà incrementant, com ja es pot observar durant els darrers anys amb el desenvolupament d'importants projectes, per exemple, al Regne Unit o als Països Baixos amb capacitat fins als 1.386 MW. S'estima que cada 1.000 MW de capacitat és capaç de produir energia per a un equivalent d'un 500.000 famílies i permet reduir l'emissió a l'atmosfera de més d'1,6 milions de tones de CO<sub>2</sub> l'any.

Però és raonable esperar una caiguda contínua en els costos de generació elèctrica? Seguint amb el cas particular de l'energia eòlica, els principals catalitzadors són la tendència a virar cap a turbines més grans, que, entre altres coses, optimitzen la connexió a la xarxa en requerir menys cablejat, l'optimització de costos en la fabricació i encaix de components, en ser una indústria avui dia molt intensiva en capital humà, i les economies d'escala que s'observen en les tasques d'operativa i manteniment per l'esperada concentració més gran de fabricants de turbines eòliques.

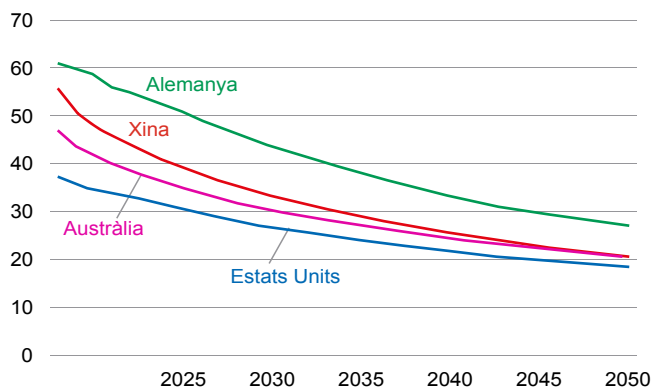
De manera més general, en el gràfic següent es mostra el decreixement esperat per regió de l'LCOE en generació elèctrica via vent en terra ferma (onshore). Si mantingués aquesta tendència, reforçaria la seva condició d'energia més barata, conjuntament amb la solar, en situar-se per sota dels 30 \$/MWh en les principals regions.

## Tendències de fons

Tenint en compte que les energies solar i eòlica a gran escala ja tenen els LCOE més baixos que la generació convencional, el problema és que ni la solar fotovoltaica ni l'eòlica no es poden generar a voluntat (depenen de factors climàtics). Així mateix, tampoc no es té capacitat per emmagatzemar l'energia excedent, cosa que sovint elimina l'avantatge del cost en comparació amb altres energies convencionals.

Per això, i malgrat l'enorme camí recorregut durant les darreres dècades i de resultar les energies més barates, el proper gran repte a futur per a les energies renovables serà guanyar competitivitat respecte a la generació energètica tradicional a través del desenvolupament de noves formes d'emmagatzematge que permetin, de manera competitiva, disposar de l'energia de manera ininterrompuda en qualsevol situació climàtica. És una de les condicions necessàries, però no suficients, per assolir la neutralitat climàtica per al 2050.

LCOE (\$/MWh, 2017 real)



\*Font: Bloomberg NEF



## Fons a fons: CE Borsa USA, FI



El **CE Borsa USA** es focalitza a identificar companyies amb models de negoci sòlids que tinguin avantatges competitius duradors, capaces de beneficiar-se de tendències a llarg termini i que cotitzin a un preu raonable.

El fons aplica un procés d'inversió centrat en tres pilars: anàlisi quantitativa i qualitativa incorporant-hi principis ASG (ambientals, socials i de governança corporativa).

En el **plànol quantitatiu**, prioritzem la selecció de companyies capaces de **créixer en vendes i fluxos de caixa al llarg del temps d'una manera consistent i sostenible**, alhora que s'avalua la qualitat dels beneficis. Paral·lelament, es duu a terme l'anàlisi de la fortalesa del balanç, en què busquem un **endeutament reduït o controlat** i en què la gestió de l'assignació de capital és clau per tenir una visió financera global de la companyia.

En l'**àmbit qualitatiu**, intentem fer-nos una imatge completa de l'empresa i especialment ens enfocem a comprendre el negoci i les forces competitives que impulsen els seus retorns i que protegeixin el seu model de negoci a llarg termini. Això es concreta en factors com **l'efecte xarxa, cost de canvi, avantatge de costos, patents o poder de marca**, entre d'altres.

Finalment, incorporem l'**anàlisi de factors extrafinancers** en el procés d'inversió apostant per un creixement de beneficis de qualitat, predictable i estable que afavoreixi un creixement estructural sostenible i eviti externalitats negatives. Com a conseqüència d'això, el **CE Borsa USA, FI, compta amb la màxima qualificació de sostenibilitat per Morningstar**, fet que demostra la qualitat en les mètriques ASG de les companyies en què inverteix i l'excel·lència en la gestió dels seus riscos i oportunitats d'ASG.

Sota aquestes premisses, durant l'any hem fet girar el vehicle cap a una cartera amb més momentum per a aquest 2022 sense perdre cap tipus de prestació ASG i mantenint l'objectiu del fons. Actualment, la cartera es troba diversificada a través de cinquanta-sis companyies líders, sent les posicions més grans del fons companyies de gran capitalització que estan relacionades amb el consum no cíclic, sanitari i financer. Mentre que companyies de serveis públics, energia i materials tenen poca o nul·la representació en el vehicle. Tot i així, ens queda

## Fons a fons

una cartera més diversificada i amb més pes a sectors que es veuen beneficiats en un entorn inflacionari com l'actual. Paral·lelament, durant l'any hem introduït diverses cobertures de forma tàctica, com ara el VIX i el dòlar. A més de tenir una posició folgada en liquiditat entre un 5-8 %.

Finalment, de cara a l'última part del 2022, mantindrem la disciplina per intentar identificar aquells negocis amb millors perspectives de futur sense pagar una prima excessiva per aquestes. Amb tot, la cartera cotitza amb valoracions raonables amb un creixement de beneficis a llarg termini esperat de doble dígit, amb deute reduït en els seus balanços i amb retorns superiors als del mercat.

Top 10 Holdings(%)	Fons	Índex	+/-	Sector - Level 1 (%)	Fons	Índex	+/-
Microsoft Corp	4,0%	8,7%	-4,8%	Consumer Discretionary	1,8%	13,6%	-11,8%
Procter & Gamble Co/The	3,9%	1,5%	2,4%	Consumer Staples	16,2%	7,6%	8,5%
Apple Inc	3,7%	10,5%	-6,8%	Energy	0,0%	3,8%	-3,8%
Merck & Co Inc	3,6%	1,1%	2,6%	Financials	19,6%	9,6%	10,1%
Danaher Corp	3,3%	0,8%	2,5%	Real Estate	3,1%	0,6%	2,5%
Walmart Inc	3,1%	0,9%	2,2%	Health Care	26,4%	14,9%	11,5%
Verizon Communications Inc	2,9%	0,8%	2,1%	Industrials	2,1%	4,9%	-2,8%
Bristol-Meyers Squibb Co	2,7%	0,8%	2,0%	Information Technology	14,7%	31,2%	-16,5%
Alphabet Inc	2,7%	5,5%	-2,8%	Materials	0,0%	0,8%	-0,8%
CVS Health Corp	2,6%	0,6%	2,0%	Communication Sevices	8,1%	11,0%	-2,9%
<b>Top 10 Holdings (%)</b>	<b>32,0%</b>			Utilities	1,5%	1,7%	-0,2%

\*Font: Caixa Enginyers Gestió

### Perfil de risc i remuneració

◀ Potencialment menys rendiment

Potencialment més rendiment ▶

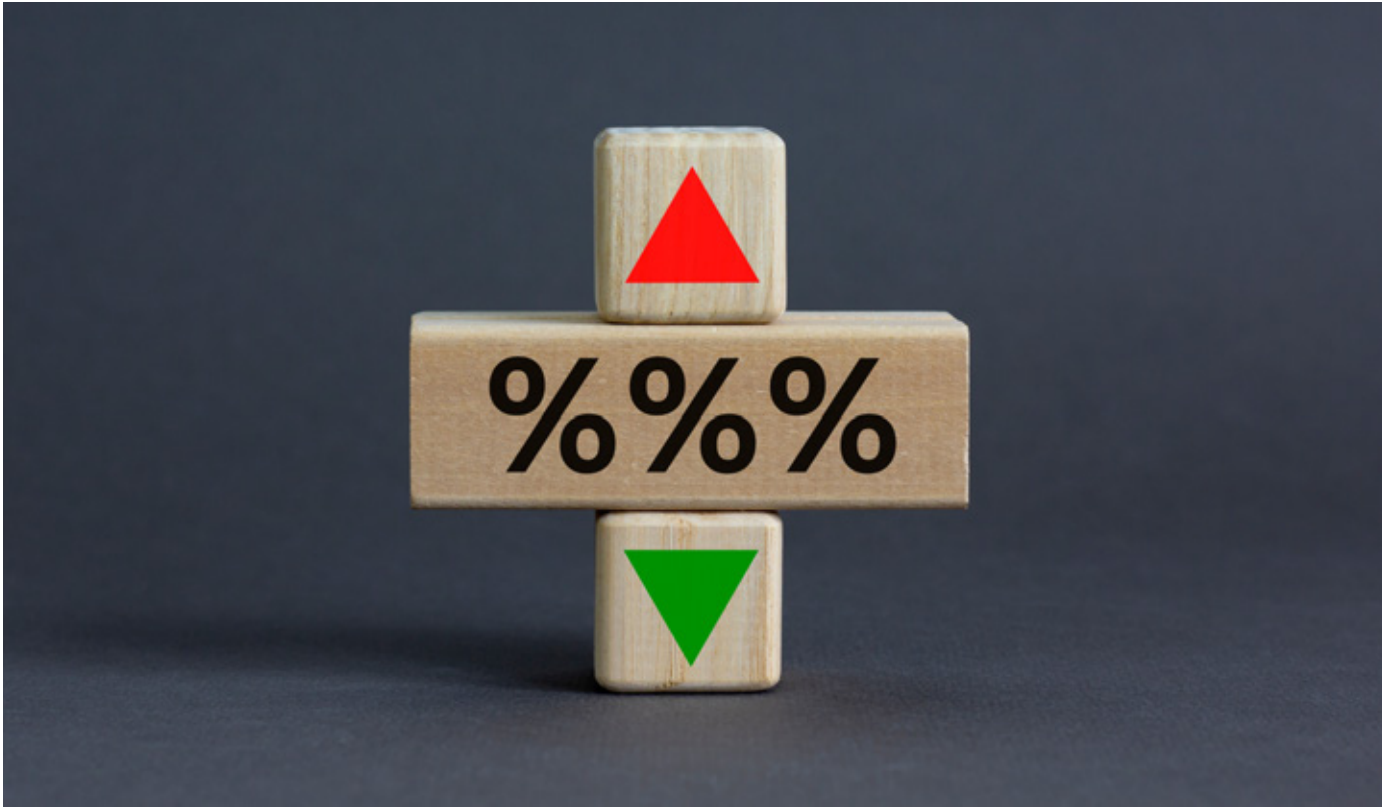
1	2	3	4	5	6	7
◀ Menys risc						Més risc ▶

(La categoria "1" no significa que la inversió estigui lliure de risc.)

Aquesta dada indica el risc del fons i està calculada a partir de dades simulades que, no obstant això, poden no constituir una indicació fiable del futur perfil de risc del fons. A més, no hi ha garanties que la categoria indicada romangui inalterable i pot variar al llarg del temps.

Aquest perfil es defineix com aquell en què l'inversor busca retorns significatius de les seves inversions, en un horitzó temporal a mitjà-llarg termini, en no tenir necessitats de liquiditat. Per això, accepta un grau més alt de volatilitat en les seves inversions, fet que pot generar pèrdues significatives. Consulti també el fullet informatiu en què es descriuen els tipus de risc als quals pot estar subjecte aquest fons d'inversió.

# El BCE dona per finalitzat el període de tipus negatius



Els índexs de renda variable van tancar en positiu durant els dos primers mesos del segon semestre de l'any a banda i banda de l'Atlàntic després de les caigudes de doble dígit esdevingudes durant la primera meitat del 2022, si bé la volatilitat va romandre en nivells molt elevats. El conflicte bèl·lic a Ucraïna va seguir sense indicis que pugui finalitzar a curt termini i, en conseqüència, els problemes energètics van continuar castigant especialment Europa després de la decisió per part de Moscou a finals d'agost de suspendre per complet el trànsit de gas a través del gasoducte Nord Stream 1, el qual operava ja només al 20 % de la seva capacitat. El preu del gas TTF a Holanda, de referència en el mercat europeu, va acostar-se als 350 euros per megawatt hora, uns nivells rècord durant l'any, multiplicant per més de cinc vegades el preu al tancament del 2021.

*“El restablecimiento de la estabilidad de precios requerirá probablemente el mantenimiento de una política restrictiva durante algún tiempo”*

Aquesta escalada de preus i el consegüent impacte en l'IPC seguiran condicionant les polítiques monetàries, tal com es va deixar entreveure en la reunió anual de banquers centrals a Jackson Hole: “El restabliment de l'estabilitat de preus requerirà probablement el manteniment d'una política restrictiva durant un temps”, va declarar Jerome Powell, president de la Reserva Federal.

## Anàlisi de mercats

---

En termes geopolítics, Boris Johnson va dimitir com a primer ministre britànic i Elizabeth Truss, del Partit Conservador, es va convertir en la nova primera ministra després de dos mesos de competició contra l'exministre de Finances, Rishi Sunak. Finalment, la visita de la presidenta de la Cambra de Representants dels EUA, Nancy Pelosi, a Taiwan va afegir tensió a la zona, amb la Xina responnent amb maniobres militars de perfil agressiu.

En termes macroeconòmics, l'última dada de l'IPC nord-americà corresponent al mes de juliol va sorprendre positivament el mercat en situar-se per sota del que s'esperava. L'IPC interanual va ser del 8,5 % (vs. 8,7 % esperat i 9,1 % anterior), l'IPC subjacent interanual va ser del 5,9 % (vs. 6,1 % i 5,9 %); l'IPC intermensual va ser del 0,0 % (vs. 0,2 % i 1,3 %) i l'IPC subjacent intermensual va ser del 0,3 % (vs. 0,5 % i 0,7 %). Tot i això, la dada d'inflació europea va sortir més elevada del que s'esperava en avançar un 9,1 % en termes interanuals (vs. 9,0 % esperat i 8,9 % anterior) i un 0,5 % en termes intermensuals (vs. 0,4% i 0,1%). A més, es va publicar el PIB corresponent al segon trimestre del 2022 als Estats Units (-0,6 %), a la zona euro (0,7 %) i a la Xina (0,4 %). Els dos descensos trimestrals consecutius del PIB nord-americà compleixen la definició estàndard de "recessió tècnica", encara que en aquest cas la dada està fortament impactada pels inventaris, els quals van restar un 1,8 % al PIB -les interrupcions en la cadena de subministrament han deixat productes sense acabar, els quals no poden incloure's en el PIB fins que no finalitzi el seu procés de producció i entrega-. D'altra banda, el Fons Monetari Internacional va rebaixar les previsions de creixement mundial per tercera vegada aquest any per al 2022 i el 2023 en 4 i 7 dècimes, per situar-les en el 3,2 % i el 2,9 %, respectivament. Aquesta rebaixa té en compte l'impacte de les polítiques monetàries contractives dutes a terme pels principals bancs centrals, la desacceleració més gran a la Xina i el conflicte bèl·lic a Ucraïna.

En política monetària, el Banc Central Europeu va elevar en 50 punts bàsics els tipus d'interès de referència a la reunió de juliol, i els va tornar a elevar en 75 punts bàsics a la reunió de setembre, de manera que va portar la facilitat de dipòsit fins al 0,75 % i va donar per finalitzat així el període de tipus d'interès negatiu. A més, l'organisme presidit per C. Lagarde va avançar que deixaria de comunicar les guies futures amb l'objectiu d'avaluar "reunió a reunió" el marc que cal adoptar en termes de política monetària en funció del context econòmic. Paral·lelament, la Reserva Federal va incrementar els tipus d'interès de referència en 75 punts bàsics a les dues darreres reunions de forma consecutiva i els va situar en el rang 3-3,25 %.

*Des d'una perspectiva microeconòmica, la temporada de resultats corresponent al segon trimestre del 2022 va ser positiva en termes de creixement, especialment pel sector energètic.*

Els mercats de renda fixa governamental van reflectir el to hawkish dels principals bancs centrals donant impuls als rendiments durant els dos darrers mesos. Així, doncs, el bo a 10 anys d'Alemanya va ampliar el seu rendiment en 21 punts bàsics per situar-se en l'1,541 % el 31 d'agost, mentre que el Treasury 10Y nord-americà va ampliar el seu rendiment en 18 punts bàsics fins a assolir nivells del 3,193 % al tancament del període.

## Anàlisi de mercats

---

Des d'una perspectiva microeconòmica, la temporada de resultats corresponent al segon trimestre del 2022 va ser positiva en termes de creixement, especialment pel sector energètic. Pel que fa a l'Euro Stoxx 600, el creixement dels ingressos es va situar en el 28,0 %, mentre que el benefici per acció va augmentar un 14,6 %. Pel que fa a l'S&P 500, el creixement dels ingressos va ser del 13,7%, mentre que el benefici per acció va fer el mateix en un 7,34 %.

*A Espanya, l'IBEX 35 va baixar un -2,6 % per assolir el -9,5 % des del tancament del 2021.*

Pel que fa als índexs de renda variable, l'Euro Stoxx 50 va pujar un 1,8 % durant els dos darrers mesos i va situar el seu rendiment anual en el -18,17 %. A Espanya, l'IBEX 35 va baixar un -2,6 % per assolir el -9,5 % des del tancament del 2021. Als EUA, l'S&P 500 es va apreciar un 4,5 % el juliol i l'agost i un -17,0 % YTD.



Per la seva banda, el Dow Jones Industrial Average i el Nasdaq van situar els seus rendiments en el 2,4 % i el 7,1 %, respectivament, i van aconseguir rendibilitats acumulades del 13,3 % i del -24,5 %. Finalment, el rendiment dels mercats emergents, mesurats a través de l'MSCI Emerging Markets, ha estat equivalent al -0,7 % durant el període i al -19,3 % des de començaments d'any. Per la seva banda, el Brent va recular un -11,5 % durant juliol i agost com a conseqüència dels temors a una recessió i la consegüent caiguda esperada de la demanda, encara que puja un 24,1 % del començament d'any ençà gràcies a la reactivació macroeconòmica postpandèmia i a la crisi energètica. L'or va baixar un -5,3 % durant els dos últims mesos i acumula una caiguda del -6,5 % el 2022. Finalment, la paritat eurodòlar es va situar en 1,005 al tancament del període des d'1,048 al tancament de juny i 1,137 de finals del 2021.



## breus >

### Caixa Enginyers Gestió, nominada en totes les categories de la iniciativa ALAS20 (Agenda de Líders Sostenibles)

Caixa Enginyers Gestió ha estat nominada en tres de les tres categories com a líder en inversió responsable per ALAS 20 (Agenda de Líders Sostenibles), en particular, com a Inversionista Líder en Inversió Responsable, Inversionista Líder en Govern Corporatiu i Inversionista Líder en Investigació de Sostenibilitat.

ALAS 20 és una iniciativa que busca promoure la sostenibilitat des de la gestió empresarial i les decisions d'inversió amb l'objectiu d'aconseguir un món més sostenible, equitatiu i inclusiu.

Per a més informació accedeix a [aquest enllaç](#)

### Caixa d'Enginyers llança CE CIMS 2027, FI, un nou fons de renda fixa que alinea objectius d'inversió i sostenibilitat

El grup cooperatiu financer i assegurador Caixa d'Enginyers ha llançat CE CIMS 2027, FI, un nou fons d'inversió de renda fixa corporativa que promou característiques mediambientals i socials, donant prioritat als actius amb qualitat creditícia mitjana i alta (>80 %). El nou fons té com a horitzó temporal d'inversió el 31 d'octubre del 2027. Amb aquest llançament, l'Entitat continua apostant per productes i serveis financers socialment responsables, que ja suposen el 80 % de la gamma de fons d'inversió actual. Així, CE CIMS 2027, FI, manté l'ADN de Caixa d'Enginyers i es classifica com a article 8 segons el Reglament de Divulgació de Finances Sostenibles en excloure els sectors més controvertits (indústria armamentista o tabaquera, per exemple) i integrar factors ambientals, socials i de bon govern (ASG) amb la finalitat d'impactar positivament en els Objectius de Desenvolupament Sostenible (ODS).

El nou fons d'inversió es configura com una opció atractiva dins de les carteres, tenint en compte la rendibilitat esperada al venciment de l'horitzó temporal (2027), i es presenta com un fons complementari a la resta de la gamma de fons que ofereix l'Entitat. Amb un perfil de risc conservador, s'adapta a les característiques de cada perfil i permet obtenir una rendibilitat coherent amb el nou escenari de tipus d'interès mitigant, al seu torn, els efectes adversos de la inflació.

Consulta els detalls del fons en [aquest enllaç](#)

# Variables clau ASG: Bretxa salarial de gènere

La **bretxa salarial entre homes i dones** és un indicador social (variable S dins d'ASG) que mesura la diferència entre el salari dels homes i de les dones. Més detalladament, l'OCDE la defineix com la diferència entre la mediana dels ingressos dels homes i de les dones en relació amb la mediana dels ingressos dels homes.

Hi ha diversos factors històrics pels quals la diferència pot ser més significativa, destacant-ne, entre d'altres:

- | El percentatge de dones amb feina a temps parcial acostuma a ser més gran
- | Les dones tendeixen a treballar en llocs de pitjor qualitat i socialment menys valorats
- | Les dones solen patir discriminació en el mercat de treball i tenen una propensió més baixa a canviar de lloc per raons purament econòmiques

Això no obstant, el càlcul estàndard descrit anteriorment deixa molts punts febles en no comparar una mostra homogènia entre llocs de treball. Per intentar solucionar aquest problema, se sol utilitzar la **bretxa salarial de gènere ajustada**, la qual mesura la mitjana de la diferència salarial entre homes i dones recollint les diferències socioeconòmiques existents entre homes i dones (edat, nivell educatiu i/o qualificació, procedència, etc.), a més de la situació i característiques lligades al lloc de treball (sector, tipus de contracte, tipus de jornada, categoria ocupacional, etc.). Encara que tècnicament més precís, fer aquest ajust depèn de la qualitat de les dades, la qual malauradament no sempre està disponible.

Hi ha diverses raons per les quals és important tractar de reduir la bretxa, no només factors de caràcter social com, per exemple, la millora en els drets de les dones o la lluita contra la pobresa i la desigualtat, sinó també de caràcter econòmic com la millora de la productivitat i la reducció de l'economia submergida. En el cas espanyol, segons el darrer informe de l'INE de l'any 2019, el salari anual més freqüent en les dones va ser de 13.514,8 euros, cosa que representa el 73,0 % del salari més habitual en els homes.

---

Els informes proporcionats pel Grup Caixa d'Enginyers s'han elaborat amb caràcter informatiu a partir de fonts públiques considerades fiables, i no constitueix una oferta de compra o venda dels fons d'inversió que s'hi esmenten. El Grup Caixa d'Enginyers no garanteix que aquesta informació sigui exacta, certa, completa o actualitzada i no assumeix cap responsabilitat derivada de la seva utilització. Les rendibilitats passades no impliquen rendibilitats futures. L'inversor pot recuperar una quantitat inferior a la seva inversió inicial. Hi ha fons d'inversió que comporten riscos específics, motiu pel qual els inversors han de prendre les seves decisions basades en la documentació oficial registrada i utilitzar els assessors independents que considerin necessaris.

---