

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



ABRIL DE 2025



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***

- Una pujada descomunal d'impostos
- Un problema abordable

➤ ***Renda Fixa***

- Dòlar feble, el símptoma d'un canvi profund

➤ ***Renda Variable***

- Cinc anys empatats

Entorn de mercats

Una pujada descomunal d'impostos

L'anomenat, per Donald Trump, "Dia de l'Alliberament" als Estats Units va consistir en l'anunci d'una pujada descomunal dels impostos a la importació, que pagaran els consumidors i les empreses d'aquell país.

Ens hem de preguntar quin procés lògic porta a proclamar que una pujada d'impostos és una "alliberació". De què estan sent alliberats els estatunidencs? A la visió del món de Trump, l'alliberament és de la dependència exterior; el grup ultranacionalista del seu govern percep el dèficit comercial en béns com a vulnerabilitat, i el cost que

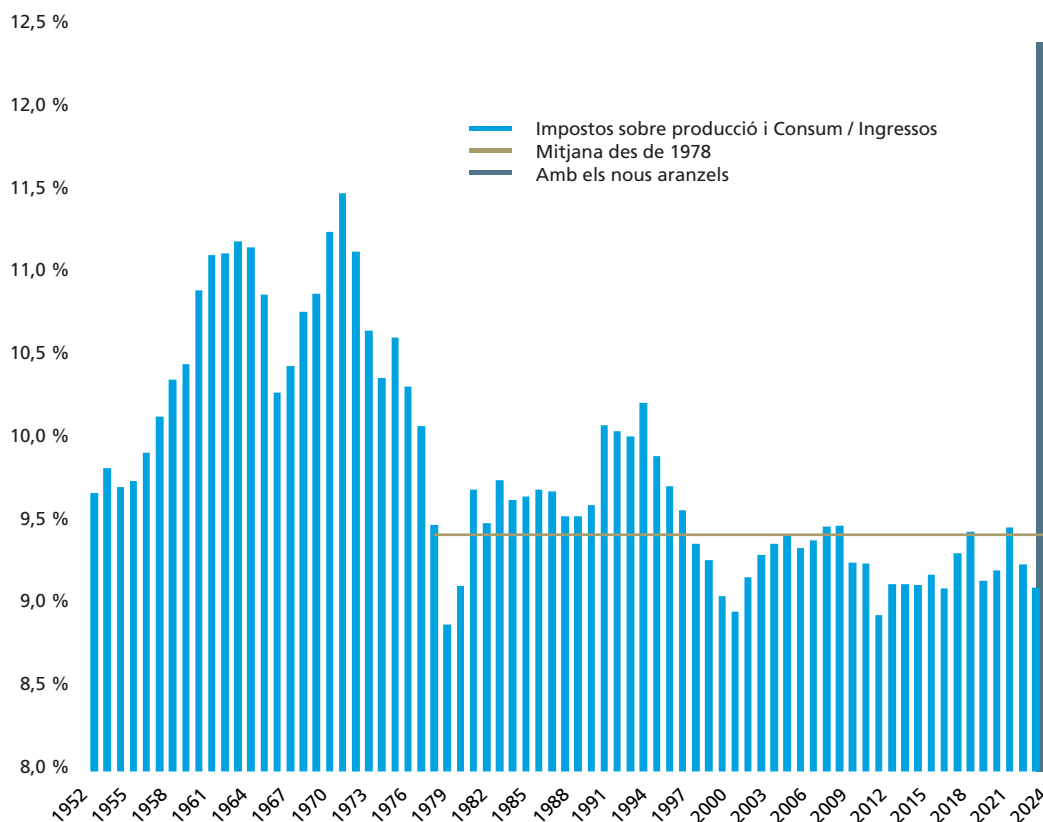
estan disposats a pagar per eliminar-la és molt elevat; tan elevat que en el disseny inicial de la pujada d'impostos feia inevitable una recessió ja a la segona meitat d'aquest any, acompanyada d'una forta pujada de la inflació.

Hem d'entendre que reduir el dèficit comercial obliga a fer una política econòmica contractiva; l'únic camí és un increment de l'estalvi nacional (o, el que és el mateix, una reducció del consum), i això s'aconsegueix apujant els impostos, mitjançant aranzels, i reduint les transferències de renda, és a dir, seguretat social, sanitat i educació.

La sorpresa de l'anunci va ser la mida, no la direcció. La reacció del mercat va forçar

una reducció de la mesura, que ha passat de ser descomunal a simplement enorme. El tipus impositiu que s'aplicava als impostos el 2023 era del 2,5 %; amb les mesures anunciades, puja fins al 20 %; les importacions de béns són un 11,5 % del PIB dels Estats Units, o el que és més rellevant, un 17 % de l'ingrés del sector privat, i per tant la pujada d'aranzels suposa un impost extra d'entre 2 i 3 punts de l'ingrés del sector privat, una pujada que, si no ens porta a la recessió, ens hi deixarà a prop, i amb un impacte en la inflació superior a 1 punt; menys creixement i més inflació, una combinació poc desitjable.

Els nous aranzels, un increment d'impostos descomunal EUA Impuestos sobre producció i Consum / Ingressos privats



Font: Reserva Federal i elaboració pròpia

Entorn de mercats

Un problema abordable

La reducció de les importacions que esperem als Estats Units és un problema per als països exportadors, però tenen eines per mitigar-ne l'impacte.

El país més perjudicat és, sens dubte, la Xina, però les exportacions als EUA representen només un 3 % del seu PIB. Si suposem que cauen a la meitat, una estimació molt agressiva, la Xina ha de "trobar" 1,55 punts de la seva producció per compensar-ho. Una acció decidida per impulsar el consum domèstic (i, sens dubte, la Xina intensificarà els esforços en aquest sentit) permetrà compensar, sense gaire dificultat, la caiguda de les exportacions.

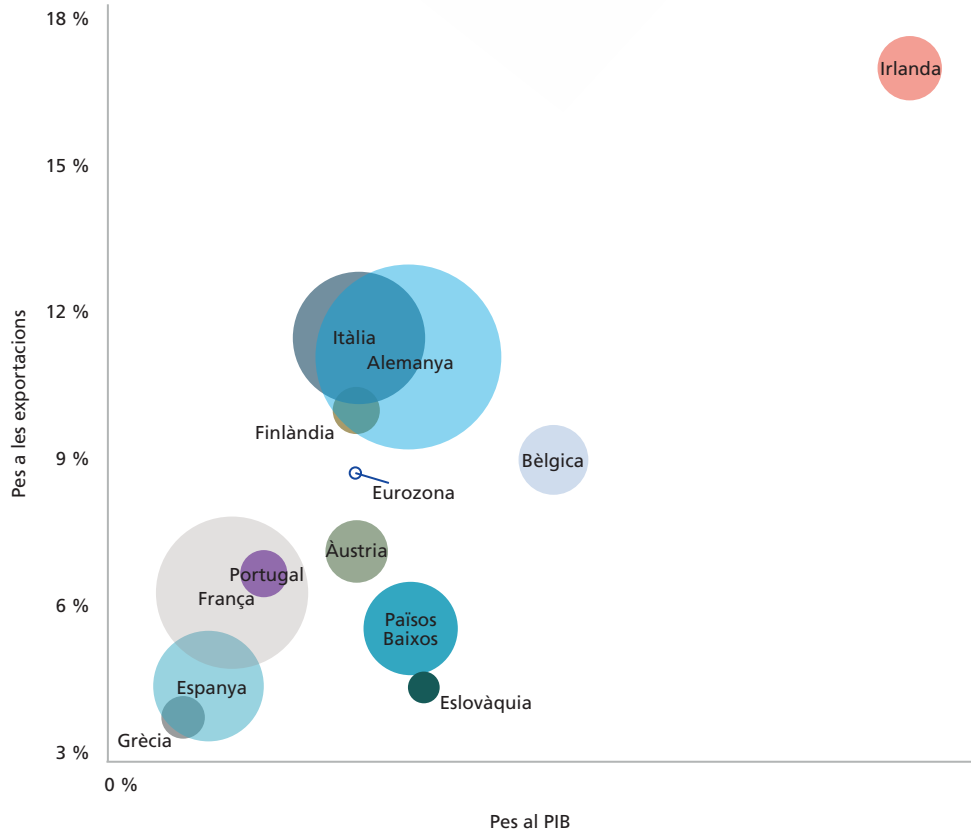
La Unió Europea, i especialment l'Eurozona, és l'altre gran soci comercial dels EUA. Com en el cas de la Xina, el pes de les exportacions als Estats Units és d'un 3 % del PIB conjunt, tot i que a nivell estatal l'interval oscil·la entre l'1 % d'Espanya o Grècia i el 10 % d'Irlanda. Podem suposar que la caiguda de les nostres exportacions serà inferior a la de la Xina, però, per ser molt pessimistes, imaginem que és d'un 25 %, amb un impacte de 0,75 punts al nostre PIB.

En el cas de l'Eurozona, les mesures d'estímul seran més heterogènies. Per a Alemanya, el paquet d'inversió en infraestructures ja aprovat és suficient no només per compensar això, sinó també per garantir que el creixement s'acceleri. Irlanda, el país

més afectat, té un superàvit públic del 4 % del seu PIB, de manera que també pot estimular la demanda domèstica. Per a Espanya, o fins i tot França, la caiguda de les exportacions als Estats Units afecta el creixement en centèsimes. Itàlia és el país amb la pitjor situació. El pes de les exportacions als EUA és d'un 3 % del PIB i gairebé del 12 % del total d'exportacions, i la capacitat per mitigar-ne l'impacte amb mesures fiscals és molt limitada, però, si Alemanya accelera el seu creixement, els exportadors italians tenen un mercat proper on poden intentar ser competitius.

En resum, la política fiscal de Trump no és bona per a ningú, però el problema de creixement està molt concentrat als Estats Units.

Pes de les exportacions als EUA



Font: Eurostat i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Dòlar feble, el símptoma d'un canvi profund

El moviment del dòlar des de la presa de possessió de Donald Trump ha estat d'una feblesa considerable: la divisa estatunidenca s'ha depreciat prop d'un 8 % respecte del ien i l'euro, un 6 % respecte de la lliura i al voltant del 3 % respecte del pes mexicà i el dòlar canadenc, cosa que a priori pot resultar contradictòria amb la imposició d'aranzels.

La teoria econòmica i el sentit comú ens diuen que el moviment de les divises tendeix a compensar les traves al comerç exterior, però a l'episodi actual està magnificant el problema. Els estatunidencs no només hauran de pagar més impostos pels béns importats; a més, els compraran més cars per la feblesa de la seva divisa.

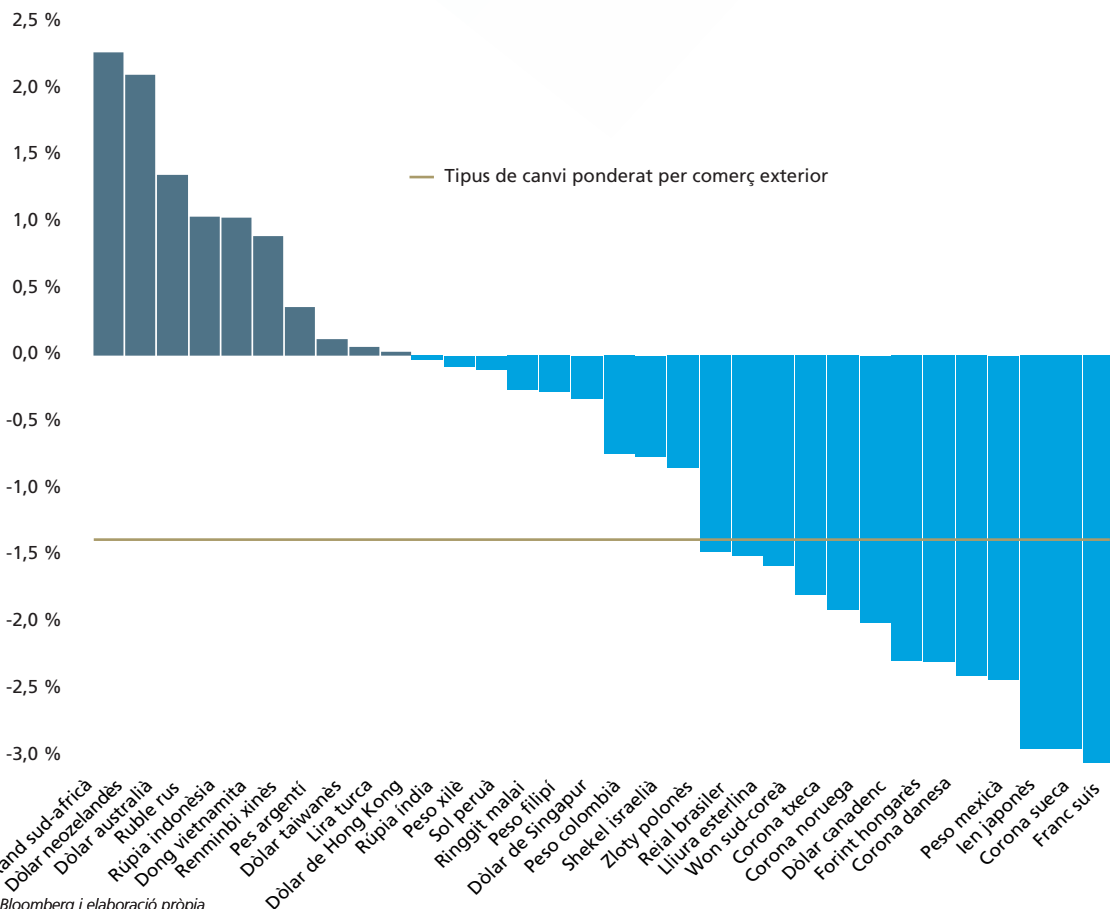
Creiem que l'explicació es troba als fluxos financers. Cal recordar que l'acumulació de passius dels Estats Units davant de la resta del món ha estat enorme. Durant els darrers 20 anys s'ha duplicat, del 105 % del PIB el 2004 al 214 % el 2024. I el procés s'ha anat accelerant: des del 2018, l'increment ha estat de més de 40 punts del PIB. D'aquest passiu, més d'un 70 % són inversions financeres, amb un 30 % en accions cotitzades (més un 8 % en derivats), i la resta en deute i dipòsits.

L'acumulació de passiu és el reflex de l'atractiu que ha tingut la inversió als EUA i l'altra cara de la moneda del dèficit comercial (per definició, un país només pot tenir un dèficit en béns i serveis si exporta productes financers per pagar-lo). Les polítiques de Trump que intenten reduir el dèficit comercial també,

inevitablement, han de reduir aquest passiu exterior, afavorint una repatriació de capitals.

L'empitjorament relatiu de l'expectativa de creixement als EUA davant la resta del món (unit a la pèrdua d'atractiu de les empreses tecnològiques pels motius que vam explicar a l'últim Coordenades) són suficients per animar els inversors a reduir el pes dels EUA a les seves carteres, i la caiguda del dòlar és un reflex d'aquests fluxos financers. El llarg període d'apreciació del dòlar, que es va iniciar respecte de l'euro l'estiu del 2008, quan la cotització va assolir 1,6, ha arribat al punt d'inflexió. En aquest aspecte, si més no, la política de Trump està sent eficaç.

Moviment del dòlar des del "Dia de l'Alliberament"



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Variable

Cinc anys empatats

Les caigudes recents dels mercats als EUA provoquen cada vegada més comentaris que apunten que ens trobem davant d'una gran oportunitat de compra als Estats Units. No és la nostra opinió.

Fa cinc anys que els mercats dels Estats Units i l'Eurozona (mesurats en euros i incloent-hi els dividends, per comparar pèrdes amb pèrdes) es van entrellaçant com els fils d'una trena, de manera que un mercat se situa per sobre de l'altre i de sobte es troben. Per tant, ara tocava una època en què el mercat dels EUA se situaria per sota. No pensem que, pel sol fet que els Estats Units hagin caigut més que l'Eurozona, es configura una bona oportunitat de compra. És probable que aquest encreuament de les dues línies,

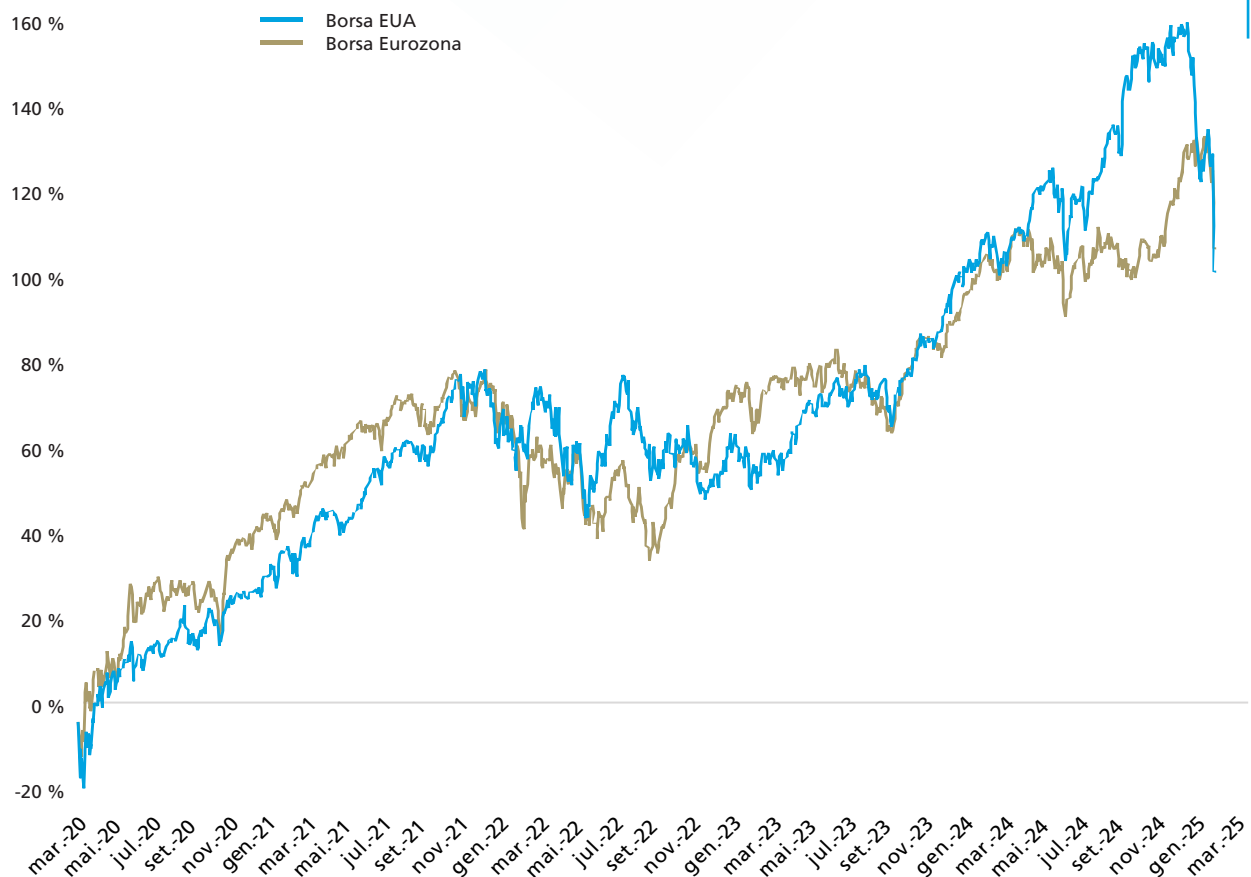
que, com dèiem anteriorment, es continuï, faci que la línia que representa la borsa dels EUA se situï durant una època per sota de la línia corresponent a la de l'Eurozona, com ha passat diverses vegades al llarg dels cinc anys que van des del 2020 fins ara.

Els esdeveniments recents provocats pel "Dia de l'Alliberament" obliguen els inversors a fer dos ajustaments. Un d'ells té a veure amb la mesura en què se'n veuran afectats els beneficis, un ajust que encara s'ha de fer i pel qual tant a Europa com als Estats Units és més probable que veiem baixades que pujades de beneficis. L'altre fa referència a la manera com aquests esdeveniments afectaran la valoració dels beneficis, i aquí és on, una vegada més, el problema és als Estats Units, la valoració dels quals, fins i tot amb les caigudes, encara

se situa prop de 18 vegades els beneficis, quan la normalitat seria que pogués acabar prop de 15.

Per tant, no és excepcional que els Estats Units hagin empatat amb l'Eurozona, perquè fa 5 anys que empatem i desempatem. I d'ara endavant tant als Estats Units com a l'Eurozona ens falta encara fer la revisió a la baixa dels beneficis, però als Estats Units manca a més fer la revisió a la baixa dels múltiples. Un ajustament de la valoració de 18 vegades els beneficis a, posem per cas, 15, unit a un ajustament a la baixa dels beneficis de, diguem-ne, un 10 %, suposaria encara bastant per a la borsa dels EUA en termes d'índex.

Evolució de les borses, en euros i incloent-hi els dividends



Font: Bloomberg i elaboració pròpia