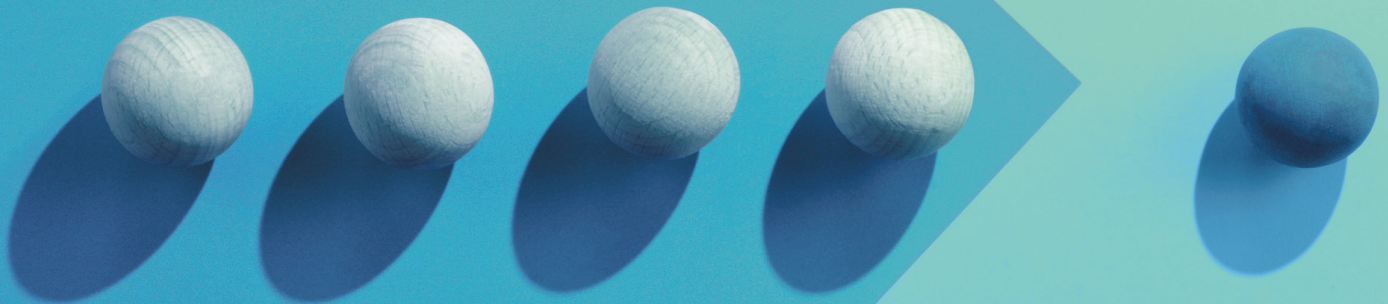


DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



DESEMBRE DE 2024



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**

- El pes del deute
- Dèficit comercial EUA, canviar per seguir igual

➤ **Renda Fixa**

- Tipus d'interès, quan la paciència és un defecte

➤ **Renda Variable**

- Beneficis 2025, una expectativa poc exigent, però amb un risc polític elevat

Entorn de mercats

El pes del deute

Els nomenaments que ha fet Trump per als llocs econòmics del seu govern han estat una sorpresa positiva. En particular, el de Scott Bessent, secretari del Tresor (un càrrec que combina la responsabilitat de política econòmica i fiscal).

El seu programa té un eslògan enganxós: aconseguir el 3-3-3. Un creixement del 3 %, produir 3 milions de barrils de petroli més cada any i reduir el dèficit públic al 3 %, des del 7 % actual.

L'últim punt sembla particularment difícil; sempre és bo tenir en compte la realitat realment existent per avaluar els nostres objectius, i aquesta realitat no anima gaire. Els EUA no han aconseguit tenir un dèficit

inferior al 3 % des del 2001, i no només això, el pitjor és que la tendència va a pitjor.

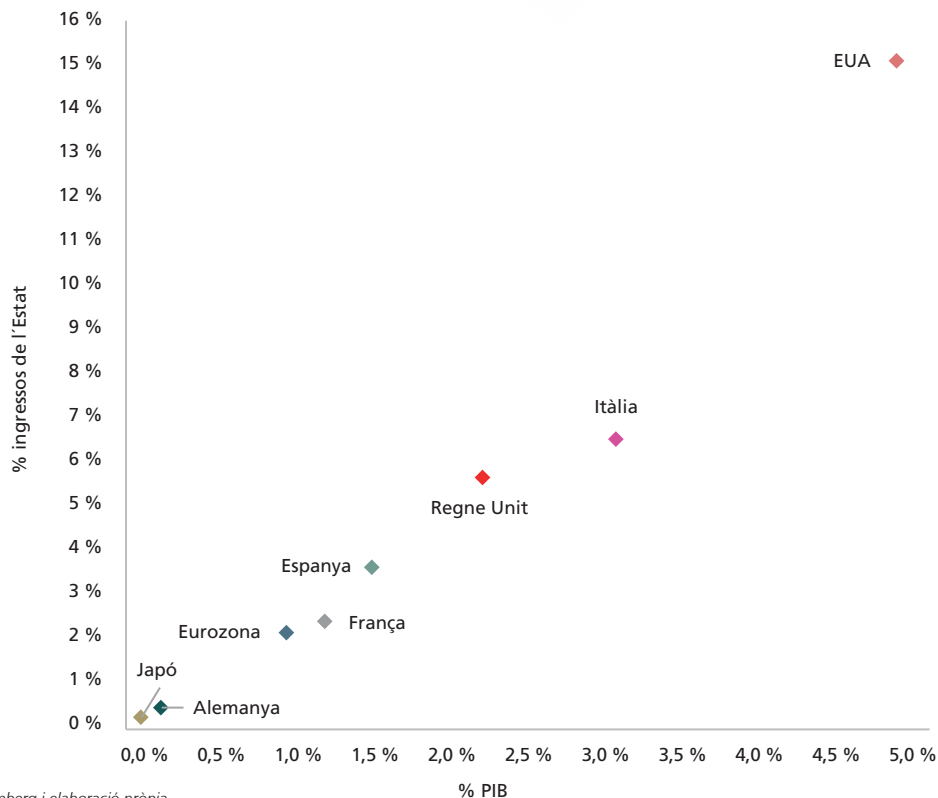
Si ens fixem només en els períodes expansius (amb una aturada inferior al 5,5 %), el dèficit mitjà amb Obama va ser del 4,4 %, amb Trump va pujar al 5,6 % i amb Biden al 6 %. Ni amb plena ocupació són capaços no ja de quadrar els comptes, sinó ni tan sols de reconduir-los. L'últim superàvit fiscal es va assolir l'any 2001, amb una aturada del 3,9 % i gràcies a un esforç bipartidista enorme liderat per Clinton, que va aconseguir reduir les despeses en 3 punts de PIB (2,2 en defensa) i augmentar els ingressos amb la mateixa xifra. Des de llavors, hem recorregut el camí contrari.

Som optimistes pel que fa a la capacitat de reduir la despesa, especialment en

defensa (d'altres s'hauran d'apujar, és clar), però amb això ja no n'hi ha prou, el pes de les despeses obligatòries (salut, servei del deute) era, el 2000, el 58 % dels ingressos, i avui és el 100 %. El percentatge d'ingressos que els EUA destinen a servir el deute és el doble que el d'Itàlia i el triple que el de França. Retallant la despesa en dos punts de PIB, en defensa i altres partides fàcils, el dèficit es queda en el 5 %, i no pas en el 3 %.

Augmentar els ingressos és obligatori, però Trump ha promès abaixar impostos, tot i que no tots; apujarà els aranzels, que són impostos a la importació. Es pot quadrar el cercle gràcies a això? Més aviat no, tal com veurem a continuació.

Servei del deute com a % del PIB i dels ingressos públics



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



Entorn de mercats

Dèficit comercial EUA, canviar per continuar igual

Els últims trenta anys, els EUA importen béns per un valor equivalent a l'11 % del que produeixen i n'exporten un 7 %. El dèficit comercial persistent i la necessitat d'augmentar els ingressos públics fan que els aranzels, un impost a la importació, siguin cada cop més atractius.

El tipus mitjà de l'impost sobre les importacions és del 2,5 %, fet que significa que els aranzels suposen un ingrés per al govern dels EUA de 0,275 punts del PIB, l'1 % de l'ingrés total. La proposta d'apujar el tipus mitjà fins al 10 % permetria, en principi, recaptar gairebé un punt de PIB més.

Malauradament, les coses no són tan senzilles, els aranzels tenen impactes de

segon ordre que alteren el càlcul. En primer lloc, si la resta de països respon incrementant els aranzels sobre les exportacions dels EUA, cal esperar que les empreses exportadores d'aquest país vendran menys, i reduiran els impostos que paguen al seu país.

També s'ha de tenir en compte que la resposta d'altres països pot anar més enllà d'imposar aranzels. La Xina té capacitat per paraitzar sectors sencers de l'economia dels EUA amb prohibicions selectives de determinats components (i n'ha donat un exemple recent, amb la fabricació de drons).

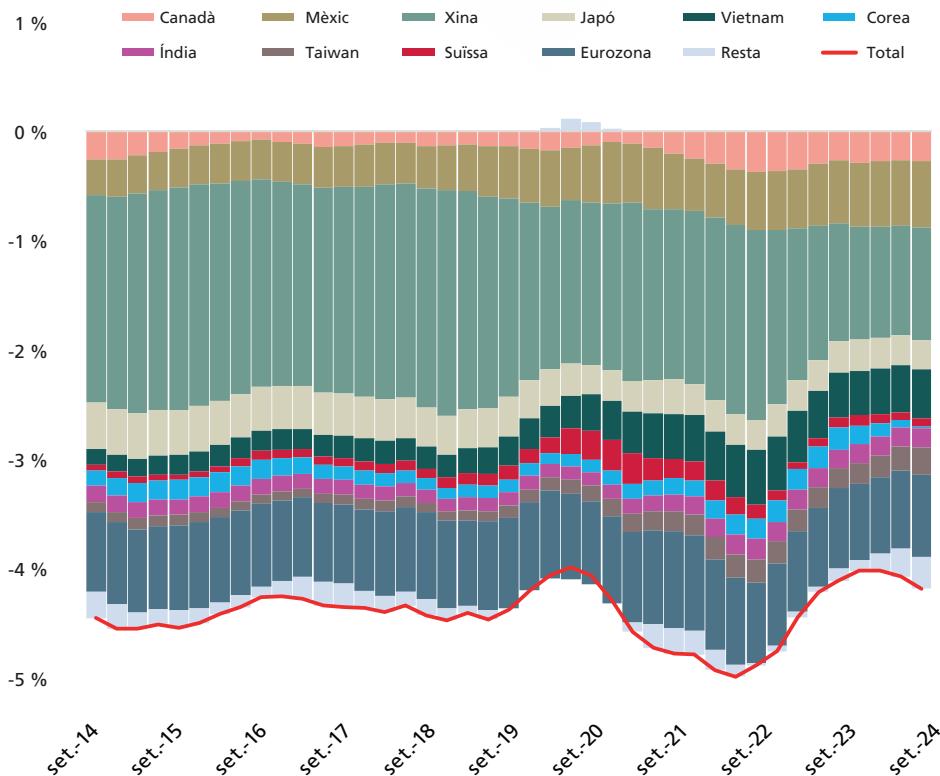
Finalment, però el més important, els aranzels tenen un impacte directe en la inflació, aproximadament cada punt d'increment en el tipus mitjà dels aranzels fa pujar la inflació 0,12 punts, així que passar del 2,5 % al 10% suposaria un

punt més d'inflació als EUA, cosa que representa menys consum i, per tant, menys impostos.

L'efecte final és que la recaptació pot augmentar menys de la meitat, i tenir menys creixement econòmic amb més inflació.

Tenint en compte els inconvenients d'un aranzel universal, és lògic considerar l'atractiu d'aranzels específics sobre les importacions de països amb els quals els EUA tinguin més dèficit comercial, però, tal com demostra l'experiència recent amb la Xina, això mou les importacions de lloc, però no les redueix: el 2016, el dèficit comercial dels EUA amb la Xina era dos punts de PIB, i avui és la meitat, però el dèficit comercial total continua sent el mateix.

EUA. Saldo exterior de béns. % PIB



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Tipus d'interès, quan la paciència és un defecte

El moviment en els tipus d'interès els dotze últims mesos és, com a mínim, peculiar. El tipus d'intervenció de la Reserva Federal i del Banc Central Europeu ha baixat un punt, però el dels bons a 10 anys als EUA i a Alemanya no s'ha mogut gens.

El moviment subratlla la singularitat d'aquest cicle de tipus, marcat per uns tipus a llarg termini que han viscut en negació contínua del que passava. Si mesurem els períodes en què els tipus a llarg termini han estat per sota del tipus d'intervenció, hem trencat tots els rècords, fa més de 550 dies que estem en aquesta situació.

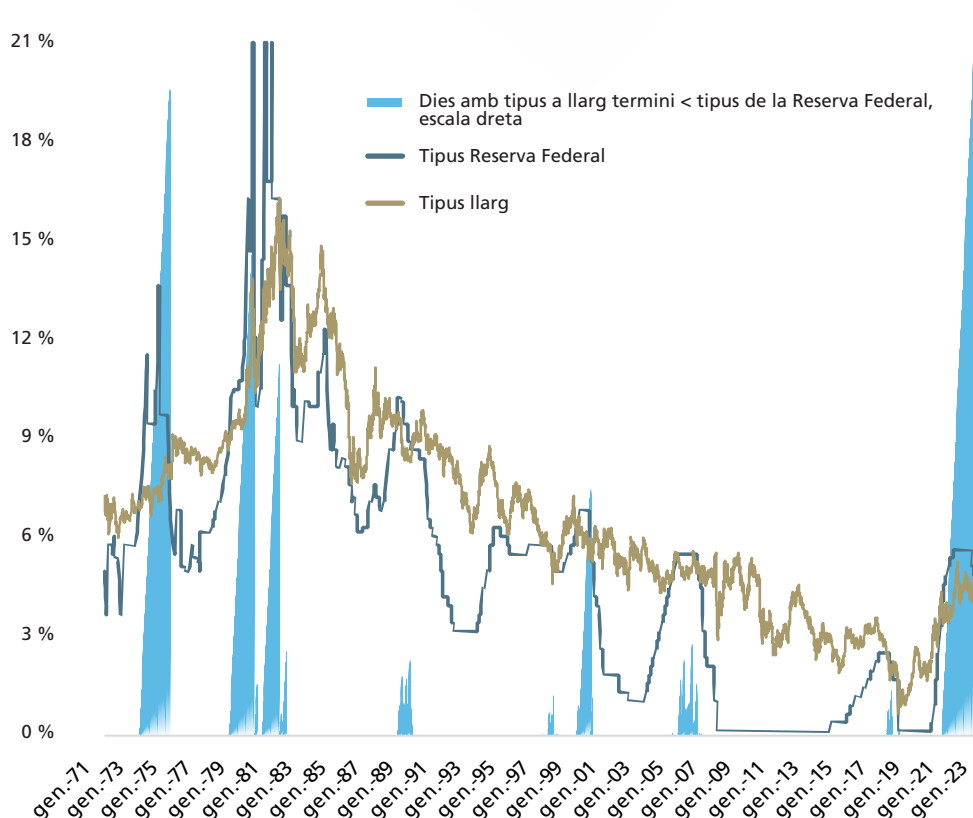
Només hem conegut dos períodes similars (als Estats Units, per a Europa no tenim

tanta història), tot i que més breus, el 1974 i el 1978. Aquelles dues vegades, la Reserva Federal va pujar tipus de manera molt agressiva, del 5 al 13 %, en el primer cas, i del 8 al 20 %, en el segon, i els inversors van jutjar, de manera encertada, que aquestes pujades serien efímeres, així que no van forçar una ala similar en els tipus llargs.

Aquesta vegada, la pujada ha estat molt menys acusada, i, des del principi, quedava clar, de manera raonada, que no seria efímera, tot i que els inversors han reaccionat com si ho fos. El resultat ha estat que els bonistes han deixat de guanyar: si multipliquem la diferència en tipus pel total emès, prop de mig bilió d'euros, no és pas xavalla, i renunciar a aquest premi indica un cas greu d'irracionalitat.

La irracionalitat que han demostrat els inversors en renda fixa és molt preocupant. Aquest mercat, tradicionalment, era una àncora davant dels moviments més emocionals de la renda variable, i no només això, la saviesa col·lectiva dels inversors era tan acusada que els senyals del mercat de bons eren un bon indicador avançat del que passava en l'economia. Tot això és història, sigui quin sigui el motiu del canvi, el mercat de bons ha deixat de ser un far en un món irracional, i s'ha sumat a la llarga llista de mercats dominats, a curt termini, per les emocions, i no pas per la raó.

El cicle de tipus. Quan la paciència és un defecte



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Variable

Beneficis 2025, una expectativa poc exigent, però amb un risc polític elevat

El 2025, l'expectativa de creixement dels beneficis per a les empreses cotitzades és d'un 11 % en l'índex global.

Per analitzar aquesta previsió, ens agrada separar el creixement dels beneficis en els dos components: el que creixeran les vendes i el que creixerà el marge de benefici.

La variació de vendes ens sembla força conservadora, el creixement previst és similar al d'aquest any, quan esperem (nosaltres i el consens de previsions) una acceleració del creixement econòmic. Per àrees geogràfiques, la previsió de vendes

per a Europa i el Japó, on s'espera un creixement menys acusat que el d'aquest any, ens semblen particularment pessimistes.

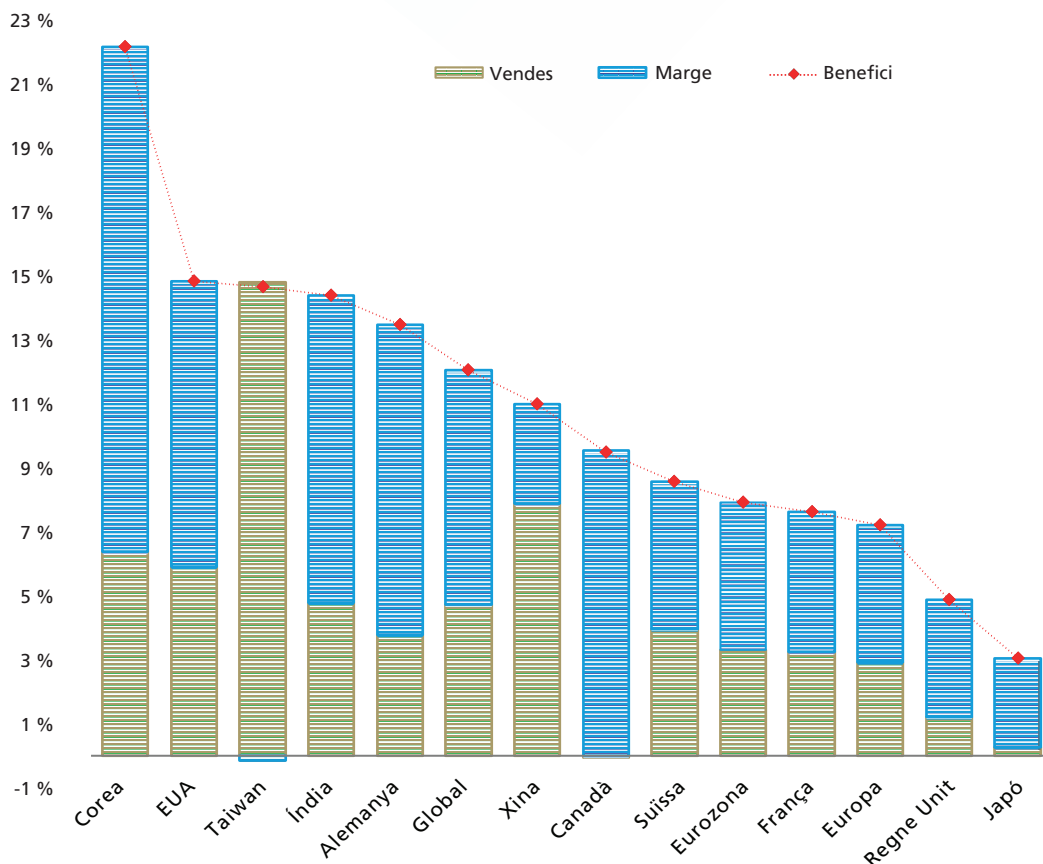
L'altre component, quina part aquest creixement de les vendes es transformarà en benefici, és més dubtós, per a l'índex global s'espera que el marge de beneficis passi de l'11,7 % actual al 12,3 %, cosa que suposaria un nivell lleugerament superior al màxim assolit a mitjans del 2022.

Atès que el pes dels EUA en l'índex global és de dos terços, la previsió de creixement del marge per a les seves empreses és clau, i el factor d'incertesa de la política econòmica és màxim. Si Trump manté les promeses d'incrementar els impostos a la importació i expulsar milions d'emigrants

(que actualment estan integrats en la força de treball d'aquell país), l'impacte sobre els marges de beneficis seria molt negatiu, gairebé el 100 % de les empreses fa servir algun component importat en el seu procés de producció, i, en un mercat amb plena ocupació, expulsar treballadors implica que les empreses hauran de competir de manera agressiva per mantenir el nombre de treballadors que necessiten.

L'efecte negatiu que les dues mesures tindrien en els marges, i, per tant, en les cotitzacions, potser és la millor garantia que Trump no durà a terme aquestes polítiques, però es fa difícil afirmar-ho amb tota la seguretat.

Creixement esperat de benefici per acció. Descomposició en vendes i marge



Font: Bloomberg i elaboració pròpia