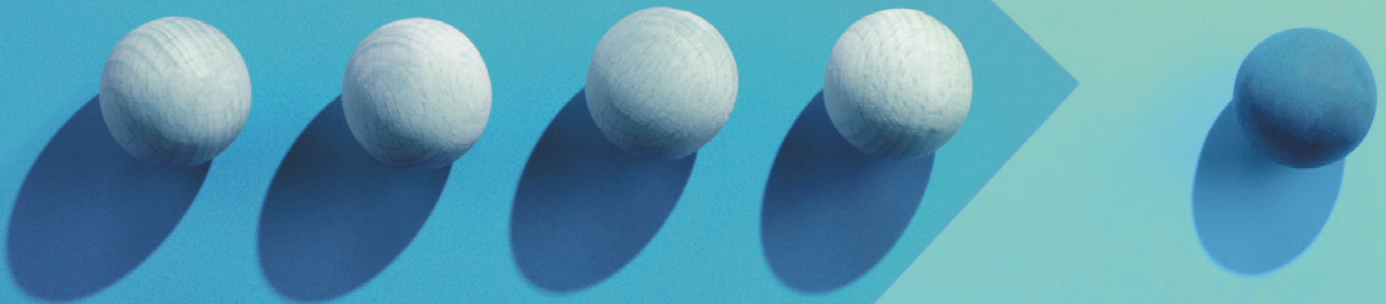


DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



NOVEMBRE 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***

- Alemanya: crisi, quina crisi?
- EUA: abaixar els impostos sembla arriscat

➤ ***Renda Fixa***

- Més pendent i més tipus

➤ ***Renda Variable***

- La fragmentació de la despesa militar a Europa: problema o oportunitat?

Entorn de mercats

Alemanya: crisi, quina crisi?

L'adjectiu *inesperat* sembla inseparable de les notícies econòmiques, a Alemanya: les vendes al detall augmenten inesperadament un 3,8 %, al setembre, l'economia alemanya creix inesperadament al tercer trimestre i evita la recessió, i un llarg etcètera.

La sorpresa només es deu a la falta de diligència dels periodistes i els analistes. Tal com hem comentat, Alemanya va deixar de publicar les dades mensuals de vendes al detall al mes de març, per adaptar la seva metodologia, i quan va tornar a publicar la sèrie, fins a l'agost i finals de setembre, ja es va veure que la demanda domèstica s'havia accelerat de manera considerable. La dada del setembre només confirma aquesta acceleració; al ritme actual, el creixement per a final d'any pot ser de prop del 6 %.

L'Associació Alemanya de Comerç preveu una campanya de Nadal molt positiva. Amb aquestes dades de consum, tampoc no hauria de ser una sorpresa que el PIB pugi.

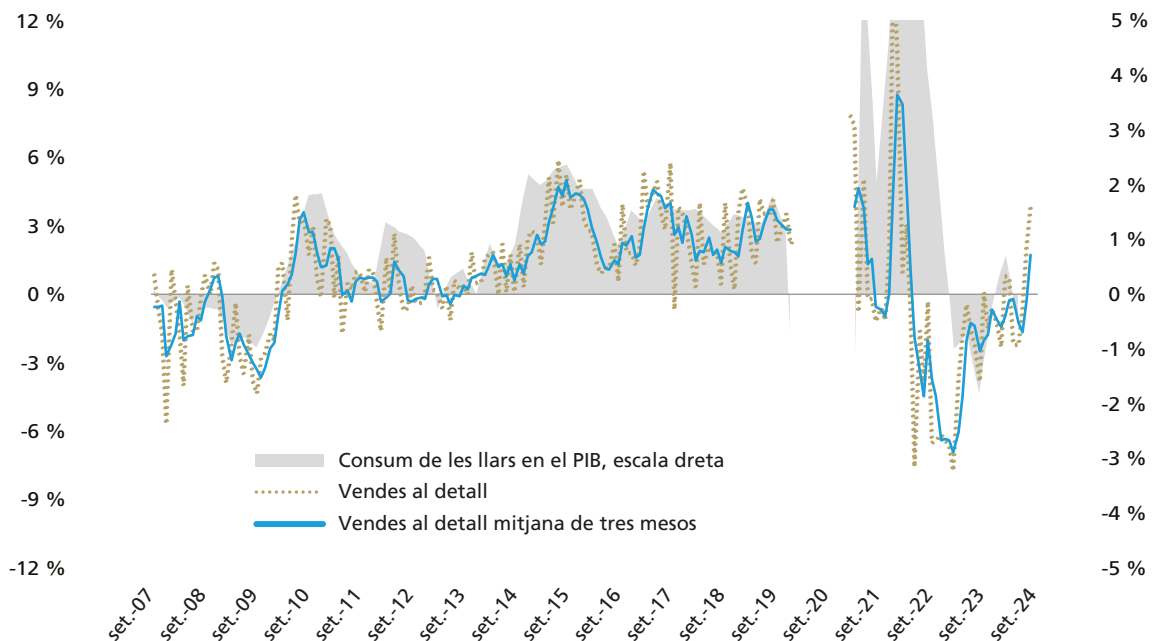
La pujada encara no ha tancat la bretxa oberta entre el PIB estimat per la despesa i l'estimat per la producció (valor afegit brut), així que hauré d'esperar les revisions futures.

L'acceleració de la demanda és generalitzada a l'Eurozona; les dades del setembre signifiquen que les vendes al detall de l'Eurozona van augmentar un 2,3 % interanual, al tercer trimestre, davant del 0,3 % del segon trimestre i el -0,1 % del primer.

Ni Alemanya ni l'Eurozona no estan en recessió. Els canvis polítics poden accelerar el creixement. L'elecció de

Trump, sens dubte, és un revulsiu per implementar les recomanacions de l'informe Draghi, i la caiguda de la coalició a Alemanya pot obrir la porta a la reforma de l'absurd article constitucional del fre de deute, que impedeix que aquest país faci servir el seu considerable espai fiscal per facilitar la transició de la seva economia. Hi ha un ampli consens a reformar aquest article –fins i tot el Bundesbank ho diu–, però és més fàcil que el canvi l'impulsi el partit de centredreta que previsiblement guanyarà les eleccions del febrer del 2025, i sobretot amb un primer ministre, Friedrich Merz, pragmàtic i amb una àmplia experiència en el sector privat.

Alemanya: crisi, quina crisi? Creixement anual



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

Entorn de mercats

EUA: abaixar els impostos sembla arriscat

El programa del Partit Republicà és una allau de reducció d'impostos: fer indefinides les retallades d'impostos del 2017 (que expiraran el 2025), eliminar de l'impost sobre la renda les pensions de jubilació i els ingressos per propines, fer deduïbles els interessos pagats sobre préstecs per adquirir automòbils, reduir el tipus de l'impost de societats del 21 % al 15 % i un llarg etcètera.

El problema és que el dèficit del sector públic és d'un 7,6 %, el més elevat dels països desenvolupats, amb diferència, i l'evolució del deute públic és molt alarmant: els EUA ja són el tercer país amb més ràtio de deute públic sobre PIB, només

per darrere del Japó i Itàlia (i acostant-se a aquest últim a tota velocitat, fa cinc anys el pes del deute als EUA era 25 punts menys que a Itàlia, i aquest any és de 15 punts menys, al ritme actual el 2030 s'igualaran).

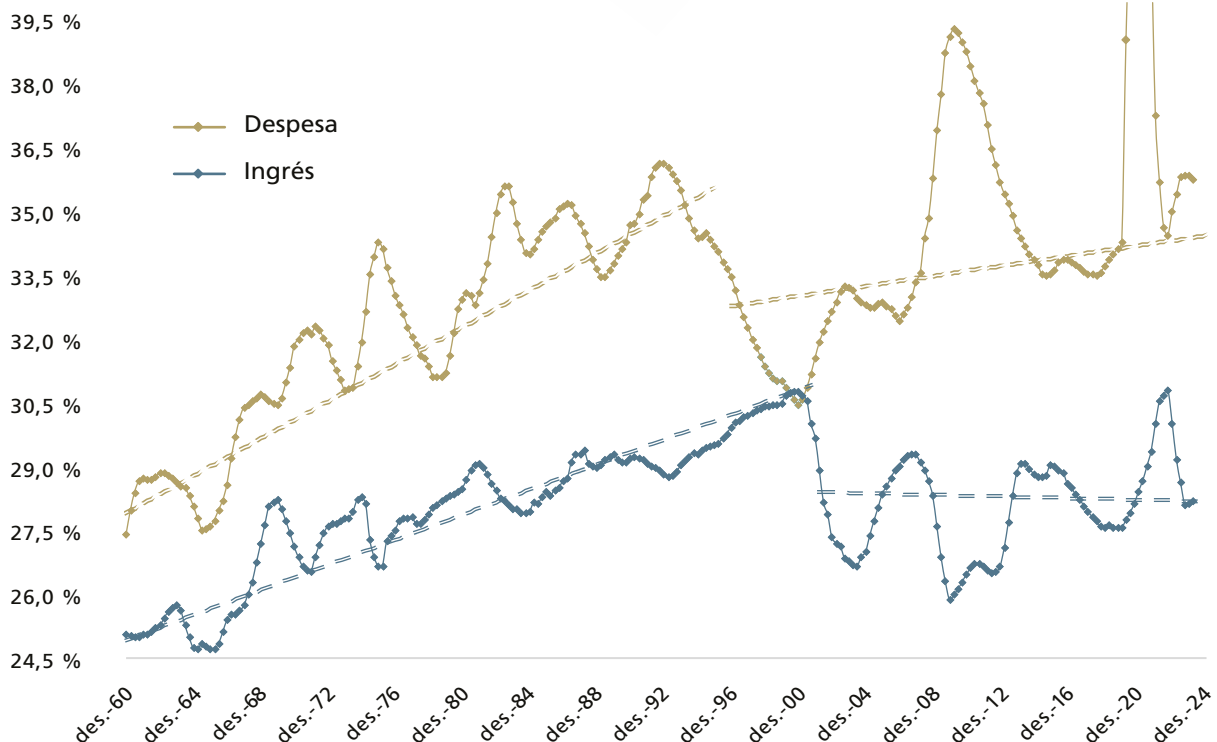
El problema del dèficit públic és més d'ingrés que no pas de despesa, ja que els EUA gasten 10 punts de PIB menys que la mitjana dels països desenvolupats (36 % davant de 46 %), però ingressa 15 punts menys (29 % davant de 44 %). Des que Bill Clinton va aconseguir arribar a un superàvit (gràcies a una gestió excel·lent de la despesa), l'any 2000, els ingressos públics no han parat de baixar.

El problema és que, al contrari que el Japó o Itàlia, que són creditors respecte a la

resta del món, els EUA també acumulen un deute creixent amb la resta de la humanitat. Si un país és creditor net internacionalment, el problema del seu deute públic és un problema polític, és deute entre ciutadans del mateix estat. Els que som deutors internacionalment, hem de vigilar que el nostre estatus com a creditor no es deteriori, perquè el resultat és una crisi de finançament agut (com va passar als països perifèrics amb la crisi de l'euro, i com la que va obligar a dimitir Liz Truss després de tan sols 44 dies de govern, per haver presentat un pressupost irresponsable).

Els primers senyals de desconfiança ja es fan palesos al mercat de bons del tresor dels EUA. Ja ho veurem quan Trump presenti el seu pressupost.

EUA: despesa i ingrés del govern. % PIB



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Més pendent i més tipus

La diferència entre els tipus dels bons a 10 anys i 2 anys ha tornat a ser, mínimament, positiva.

La corba es va invertir –el tipus a 10 anys es va situar per sota del de 2 anys– el juliol del 2022, ha estat el període més llarg de corba invertida de la història, i va arribar a la seva diferència màxima un any després, el juliol del 2023, amb una diferència d'1,08 punts negatius; un tipus a 2 anys del 4,94 % i a 10 anys del 3,85 %.

La segona setmana de novembre, el pendent era positiu en 0,15 punts, amb el tipus a 2 anys del 4,3 % i el de 10 anys en 4,45 %, és a dir, que del moviment del pendent, 1,23 punts, la meitat ha tingut lloc per un increment de tipus llarg. Això és molt poc

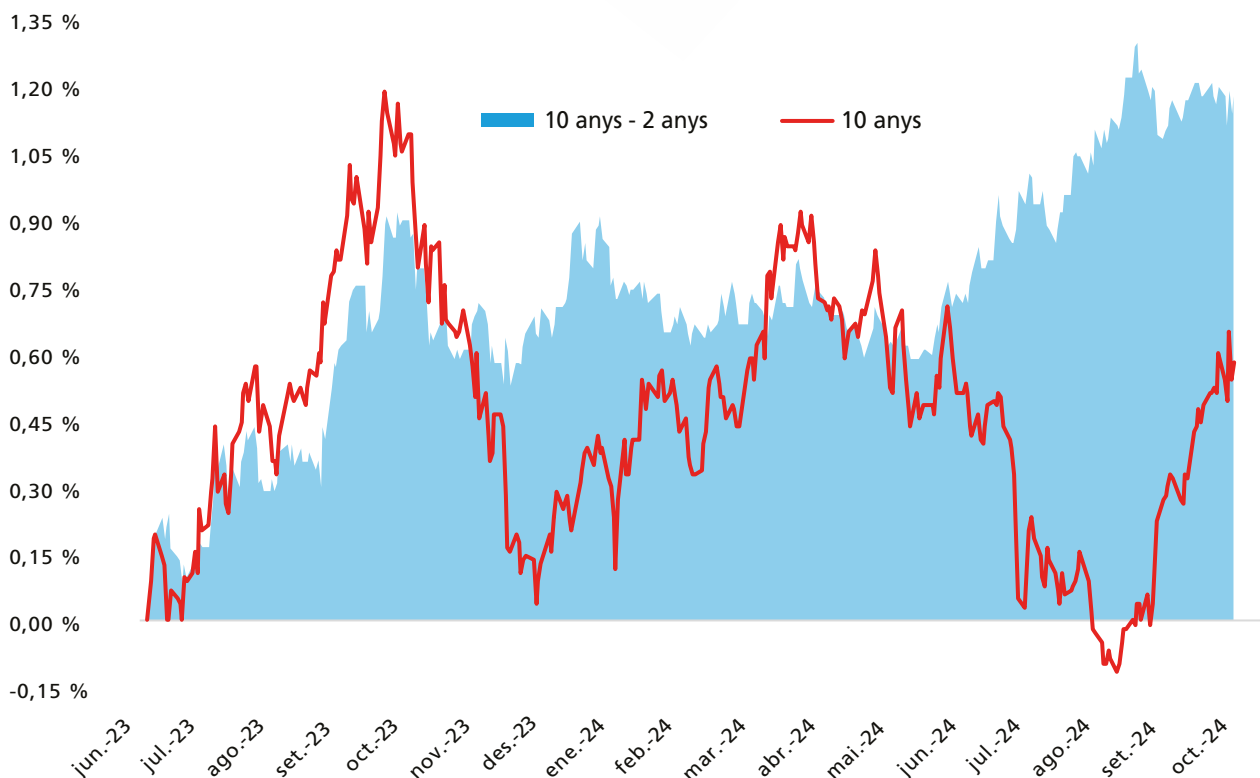
freqüent, normalment el pendent es positivitza perquè els tipus curts cauen més que no pas els llargs, però tots dos cauen.

L'última vegada que vam veure un moviment com l'actual va ser el 1996, quan la Reserva Federal va fer una baixada molt moderada de tipus i els va tornar a pujar en molt poc temps. Potser el mercat està anticipant una cosa semblant, però no és el que veiem en les cotitzacions del mercat de futurs.

Una altra explicació, més congruent amb el que observem tant al mercat com als comptes públics dels EUA, és que la prima de risc en els terminis llargs està pujant pel deteriorament de la salut dels comptes públics.

Si això és així, ens hem de preparar per a una pugna de titans, entre el govern de Trump, entestat a incrementar el seu dèficit, i el mercat de bons castigant-lo per fer-ho. No tenim cap dubte de qui guanyarà, sempre guanyen els bons, però pot córrer molta sang (metafòrica, afortunadament) fins que Trump es doni per vençut.

Variació del tipus a 10 anys i del pendent als EUA



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ Renda Variable

La fragmentació de la despesa militar a Europa: problema o oportunitat?

A l'informe de Draghi per a la competitivitat europea (del qual ens hem compromès a tractar un capítol cada mes), la defensa ocupa un lloc destacat. D'una banda, el sector és fonamental per garantir l'autonomia estratègica d'Europa i per impulsar la innovació, a través d'efectes indirectes, en tota l'economia.

La fragmentació, però, és un problema seriós; a Europa hi ha 27 mercats de defensa, amb cadenes de subministrament aïllades i sistemes duplicats. La comparació amb un mercat de comprador únic com el dels Estats Units posa en relleu la ineficiència. Les tres empreses de defensa més grans dels EUA van facturar el mateix que el conjunt del sector a Europa. El sector

de defensa a Europa està dominat per petites i mitjanes empreses sense la capacitat per invertir, tant en R+D com en la capacitat productiva de les grans companyies dels EUA.

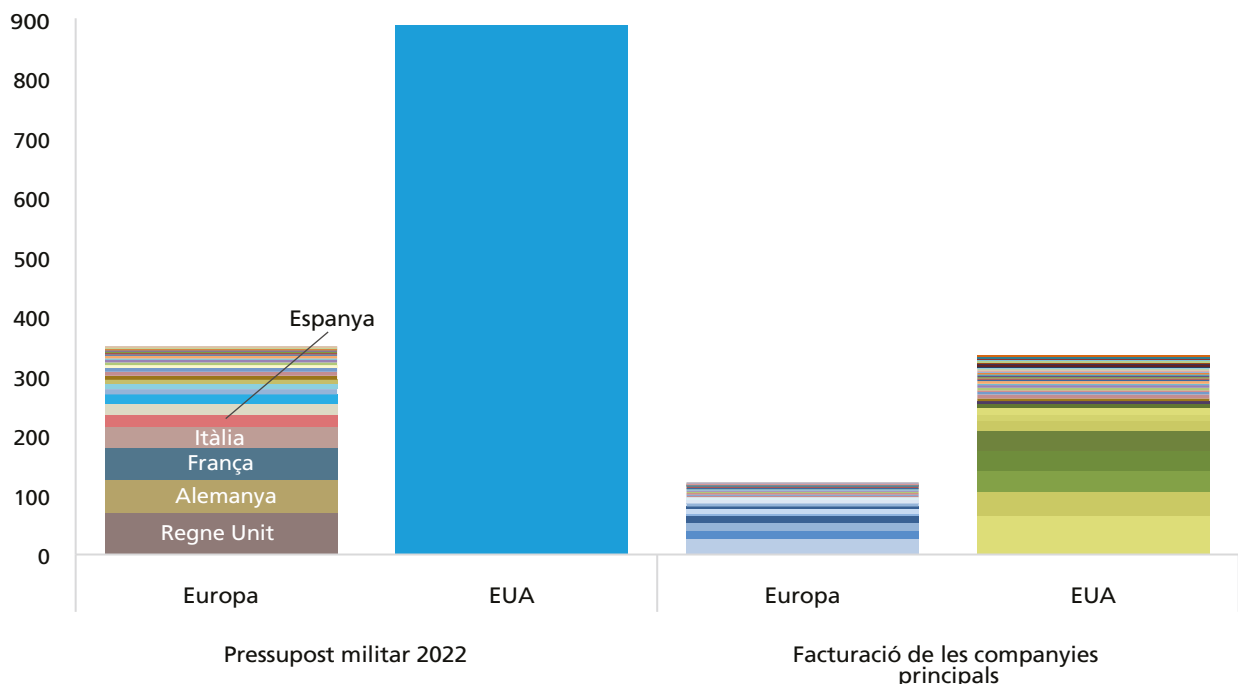
Com en el cas de l'energia, la solució no exigeix més despesa, sinó organitzar-se de manera diferent. La Comissió Europea ja ha presentat la primera Estratègia Industrial Europea de Defensa (EDIS), que té dos elements clau: una nova funció conjunta de programació i adquisició de material de defensa, i construir una base industrial i tecnològica de defensa europea. Això últim suposa que els estats membres participants accepten la interdependència mútua, evitant la duplicació de capacitats, amb una estratègia d'especialització acordada en comú entre empreses dels estats membres participants, que reassigni capacitats i reforci els àmbits d'excel·lència respectius.

Dit en altres paraules, un fort procés de consolidació en el sector europeu que crea uns quants campions europeus davant del model actual de campions nacionals.

La bona notícia és que això ja s'ha fet, amb molt d'èxit: Airbus n'és el millor exemple.

La consolidació, sens dubte, és bona per a Europa, però també per als accionistes: res com la possibilitat d'adquisicions per acostar la ràtio de preu sobre benefici europea, 17 vegades, a l'americana, 30 vegades. Trump pot ser el revulsiu necessari per prendre's el projecte de debò.

La fragmentació de la despesa militar a Europa. Un problema i una oportunitat



Font: Bloomberg i elaboració pròpia