

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



JUNY DE 2025



Millor Banc a Espanya 2024



Millor Banc en ESG a Espanya 2024



Millor Banc a Espanya
i a Europa Occidental 2025

 **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 abominació repugnant
- Zona euro, una potència en serveis

➤ **Renda Fixa**

- Tensió a la corba

➤ **Renda Variable**

- Borsa dels EUA, cada vegada menys prima



Entorn de mercats

Una "abominació repugnant"

Així va qualificar Elon Musk el nou projecte de pressupost dels EUA. Potser el propietari de Tesla és massa vehement, però no està sol: també l'han criticat durament Jamie Dimon (JP Morgan), Larry Fink (BlackRock) i Ken Griffin (Citadel), és a dir, els líders del banc més gran, la gestora d'actius més gran i el fons d'inversió alternativa més gran del país. Aconseguir tanta unanimitat en política no és fàcil, però la veritat és que els crítics en tenen motius.

L'any 2024, el dèficit públic va superar, per segon any consecutiu, el 7 % del PIB. I el nou esborrany pressupostari aconsegueix la proesa de mantenir (en el millor dels casos) aquest nivell de dèficit de manera indefinida. Un dèficit molt important pot ser tolerable si estimula el creixement econòmic, almenys prou perquè el deute no es dispari en relació a la mida de l'economia, però és probable que el projecte que es discuteix aconsegueixi l'efecte contrari. L'esborrany fa permanents les rebaxes "temporals" d'impostos que Trump va introduir durant el seu primer

mandat, cosa que suposaria un dèficit superior al 10 % del PIB; per compensar-ho, es retalla lleugerament la despesa en salut i educació i, sobretot, es compta amb el fet que els aranzels recaptin prou per neutralitzar l'efecte d'aquesta rebaixa.

És a dir, que els estatunidencs rebran menys serveis de l'Estat, per la retallada de la despesa, pagaran més impostos, pels aranzels, i continuaran acumulant deute públic.

La dinàmica del deute és realment preocupant: no només augmenta pel dèficit, sino també perquè els interessos que se'n paguen són cada cop més alts. Amb un nivell de deute del 120 % del PIB i un tipus d'interès mitjà del 4 %, només el pagament d'interessos ja s'emporta el 15 % dels ingressos de l'Estat, més que la despesa en defensa nacional.

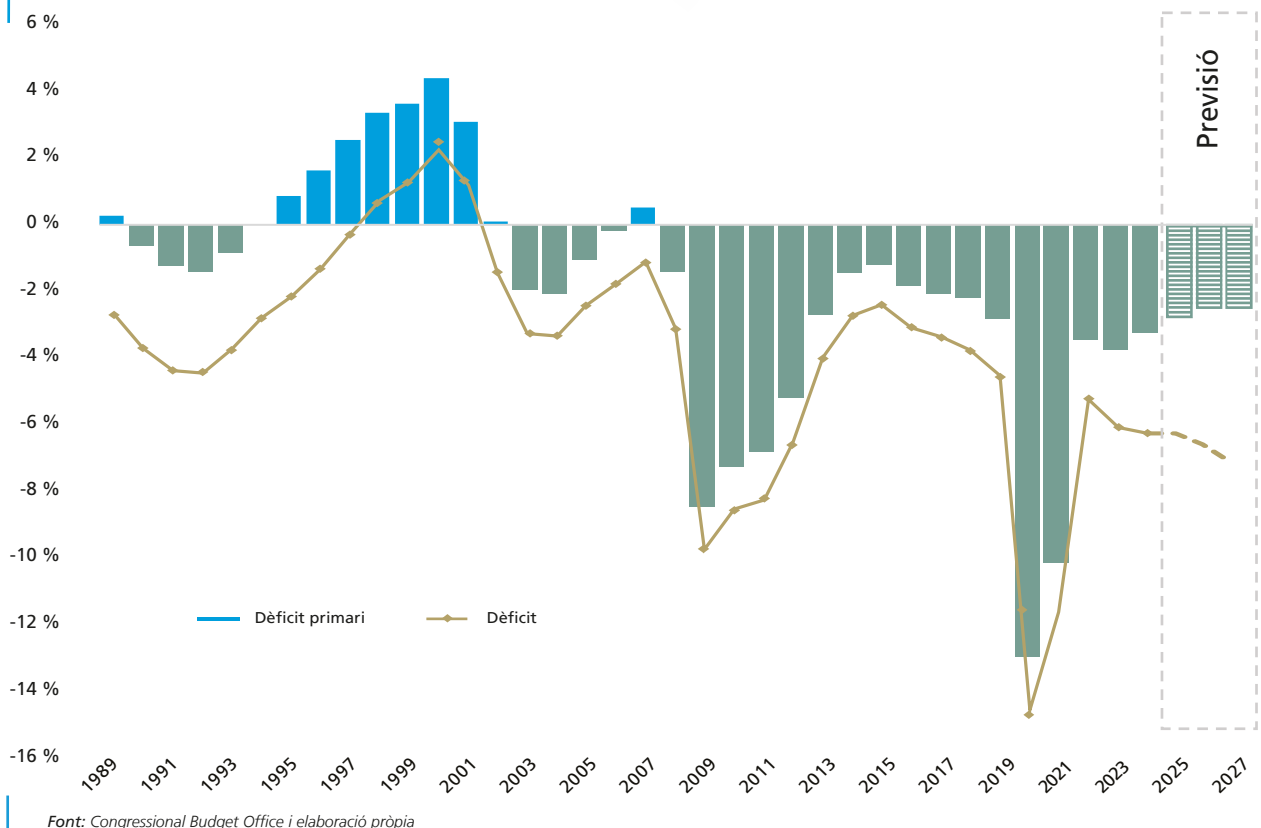
La situació pot esdevenir molt difícil si el creixement de l'economia estatunidenca es ralentitza; la clau de l'evolució de la ràtio d'endeutament sobre el PIB és la diferència entre el creixement econòmic i el cost del deute. Durant els dos darrers anys, els EUA

van créixer més del 6 %, mentre que el cost mitjà del deute va ser del 3 %. Això va permetre que, malgrat els grans dèficits, el deute només pugés del 118 % al 120 % del PIB, però el creixement es pot situar per sota del cost del deute ja enguany, i en aquest cas l'evolució serà explosiva.

Larry Fink ho va resumir amb una metàfora clara: "Si no aconseguim créixer el 3 % anual, ens estavellarem". I no és una exageració. Si els inversors comencen a posar en dubte la capacitat dels EUA d'estabilitzar el seu deute, exigiran interessos més alts, cosa que augmentarà encara més aquests dubtes. És un cercle viciós.

Els Estats Units financen la seva irresponsabilitat fiscal amb l'estalvi de la resta del món, i aquesta és l'altra cara del seu dèficit comercial; Trump podria aconseguir el seu objectiu de reduir la dependència exterior dels EUA retallant el dèficit públic, però fa el contrari, i a més llança senyals confusos sobre la manera com tractarà la inversió estrangera. La predicció del senyor Fink no és el nostre escenari central, però amb Trump tot es pot precipitar.

Dèficit públic als EUA





Entorn de mercats

La zona euro, una potència en serveis

El superàvit comercial de la zona euro va assolir al primer trimestre nivells propers al 4 % del nostre PIB; sembla que hem recuperat tota la competitivitat perduda durant els darrers anys. Tot i això, la composició d'aquest saldo exterior ha canviat de forma substancial respecte a l'etapa anterior a la pandèmia i la invasió d'Ucraïna. El superàvit del comerç de béns es troba estancat des del 2016, mentre que el de serveis s'ha duplicat i ha esdevingut el veritable motor de l'avenç recent.

Quan pensem en exportació de serveis, allò que ens ve al cap, sobretot als ciutadans espanyols, és el turisme, i és cert que suposa un 14 % de les nostres exportacions, però els serveis lligats a les tecnologies de la informació en

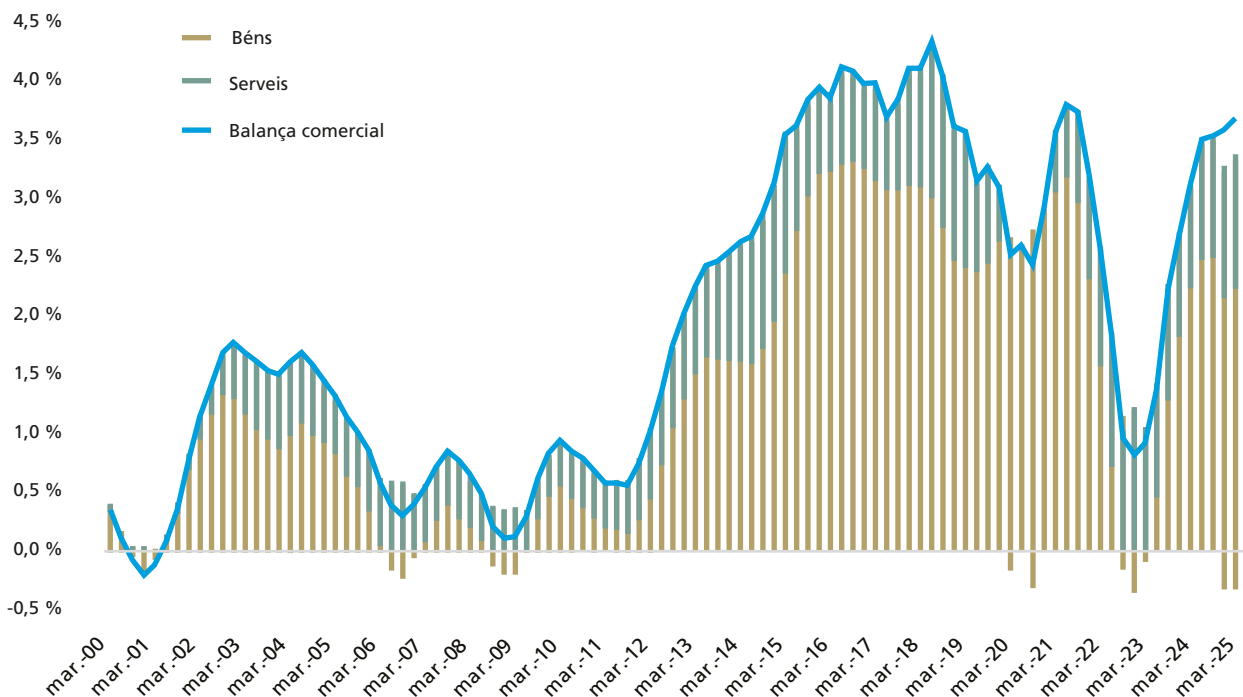
representen un 21 % i els serveis a empreses (consultoria, R+D, tècnics, etc.) són el 25 % del total. Des de l'any 2019, totes dues categories creixen a un ritme de més del 10 % anual, cosa que explica en bona mesura l'evolució positiva del saldo exterior de serveis.

Aquest gir estructural també es reflecteix en la composició de l'EuroStoxx. La major part de les companyies amb més pes a l'índex són grans exportadores de serveis. La primera, SAP, especialitzada en programari de gestió empresarial, obté el 80 % dels ingressos fora de la zona euro. ASML, la segona, genera un 30 % de la facturació a través dels serveis de manteniment dels seus sistemes litogràfics. Allianz, en quarta posició, obté el 60 % dels ingressos a l'exterior; Deutsche Telekom, la setena, gairebé el 70 %; i Santander, la novena, un 55 %, i així podríem seguir al llarg de l'índex.

El superàvit del comerç de serveis ja representa un terç del superàvit total, quan el 2019 en suposava un 10 %. Europa s'està reinventant amb èxit, i no només pel gir cap al sector de serveis; als béns, l'estabilitat del saldo també amaga un canvi profund en la composició. L'exportació de béns amb intensitat energètica elevada i valor afegit baix s'ha ensorrat, i l'ha substituït la de productes amb una alta intensitat tecnològica (la zona euro és líder mundial i continua guanyant quota de mercat en sectors com ara el farmacèutic, el d'òptica avançada o els components elèctrics d'última generació).

La zona euro pot millorar la competitivitat i va per bon camí de cara a aconseguir-ho, però no cal oblidar que el nivell del qual partim és molt elevat, per la qual cosa la narrativa "ens hem quedat enrere" no se sosté amb aquestes dades.

Zona euro. Competitivitat en serveis



Fuente: Eurostat y elaboración propia

➤ Renda Fixa

Tensió a la corba

La política fiscal irresponsable als EUA pot acabar provocant una crisi de finançament en què els no residents rebutgem el seu deute públic; és aviat per afirmar que ja està passant, però hi ha senyals alarmants.

Per primera vegada a la història del país la Reserva Federal ha iniciat un cicle de baixades de tipus sense que això es reflecteixi a la resta de la corba de rendiments. De fet, els tipus d'interès actuals superen els nivells previs a l'inici de les baixades. Als trams llargs, el bo a 10 anys se situa 75 punts bàsics per sobre, i el de 30 anys un punt percentual més alt.

Aquest comportament reflecteix desconfiança per part dels inversors. Però els tipus elevats no són només símptoma d'aquesta desconfiança, sinó que també

l'alimenten. Amb un deute que ja equival al 120 % del PIB, cada punt addicional al cost de finançament n'incrementa ràpidament el pes relatiu.

Tal com dèiem al primer text, la clau és la diferència entre el cost de finançament (que anomenarem " r ") i el creixement del PIB (que anomenarem " g ") més el dèficit abans d'interessos (dèficit primari); sense entrar en el desenvolupament algebraic que porta al resultat, la ràtio d'endeutament en relació amb el PIB creix a un ritme que ve donat per l'expressió: " $\text{Dèficit primari} + (r-g) \times \text{ràtio d'endeutament durant el període anterior}$ ".

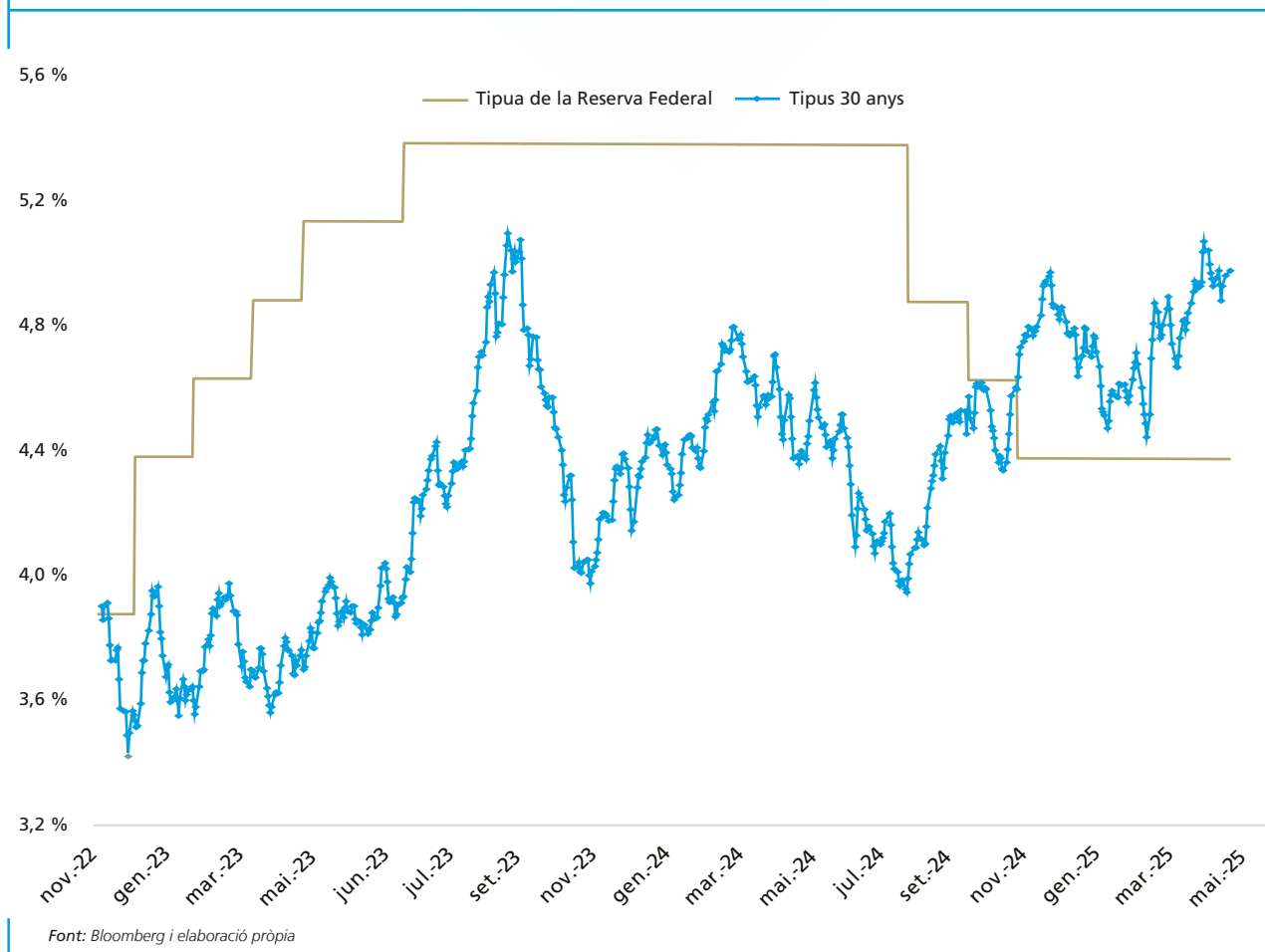
Al llarg de molts anys, als EUA s'han pogut mantenir uns dèficits primaris molt elevats perquè $(r-g)$ era negatiu, però amb un cost de finançament (r) cada vegada més gran i un creixement (g) cada vegada menor, el deute es descontrola molt de pressa. Quan, tal com passa ara, $r=g$, el dèficit se

suma directament a l'estoc de deute, i si r supera g , l'espiral de creixement del deute esdevé explosiva.

En molt pocs anys, els EUA han passat de tenir un deute públic del 60 % del PIB, comparable al d'Alemanya, al 120 % del PIB, comparable al d'Itàlia, i, si no fan correccions, i no les estan fent, en poc temps el país comparable pot ser el Japó; amb una diferència, el deute del Japó és en mans dels japonesos, mentre que el dels EUA és en mans d'estrangers.

Dependre de la caritat dels estranys és un exercici arriscat, i els que es veuen sotmesos a aquesta trista condició saben que per tal que la caritat no s'interrompi és bo intentar semblar virtuós i agraït; l'administració Trump és a punt de descobrir aquesta veritat amarga.

EUA. Tensió a la corba



➤ Renda Variable

Borsa dels EUA, cada vegada menys prima

A l'hora de comparar actius financers el més rellevant és comparar els seus fluxos futurs, intentant fer una comparació homogènia, de "peres amb peres" i "pomes amb pomes".

La Renda Variable ens paga un flux protegit de la inflació; per això, la millor comparativa es fa amb els bons que també ens paguen una renda més la inflació (anomenats "bons indexats a la inflació"), normalment emesos pels països desenvolupats. Atès que l'horitzó temporal per a la inversió en renda variable és molt alt, convé fer servir els bons de llarg termini.

Per a la comparativa fem servir dues mètriques: la rendibilitat real dels bons indexats (el rendiment per sobre de la inflació) i la rendibilitat implícita de la borsa, que s'aproxima mitjançant el benefici per acció dividit pel preu de l'acció, o el que és el mateix, la inversa de la ràtio coneguda com a PER a causa de les seves inicials en anglès (Price Earning Ratio).

L'encariment de la borsa als EUA, l'increment del PER suposa una reducció de la rendibilitat de la borsa, mentre que la rendibilitat dels bons lligats a la inflació no para de pujar. La diferència és cada vegada menor, cosa que fa menys atractiva la borsa amb relació als bons, encara que el nivell no és, encara, alarmant; els bons

ens prometen una rendibilitat, a més de la inflació, de 2,8 punts, però aquesta rendibilitat no pujarà ni baixarà en el futur; la borsa ens ofereix una mica més d'un 4 %, però aquesta rendibilitat pujarà, si el passat és guia per al futur, durant els propers 30 anys.

No sabem quin és el nivell en què els bons seran molt més atractius que la borsa; el problema és que ho descobrirem quan la borsa tingui una correcció brusca que podrem explicar, a posteriori, per aquest motiu. Mentrestant la nostra cautela hauria de ser inversament proporcional a aquesta diferència: com més petita sigui, més cautelosos hem de ser nosaltres.

ESTATS UNITS. Prima borsària



Font: Bloomberg i elaboració pròpia