

DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



MAIG 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***

- Comerç i consum
- Cop asimètric

➤ ***Renda Fixa***

- Poc pendent a la corba de tipus

➤ ***Renda Variable***

- Beneficis i preus, a Europa donen més per menys

Entorn de mercats

Comerç i consum

El projecte clau de l'administració Trump, reduir el dèficit comercial dels EUA, implica, es miri com es miri, un fort ajustament del consum privat en aquell país.

Als països desenvolupats, la relació entre el pes del consum del sector privat en l'economia i el saldo exterior és clara i negativa. Aquí s'imposa una nota aclaridora: algun lector bregat pensarà que estem dient una banalitat –la mida de l'economia és, per definició, la suma de la demanda domèstica (consum i inversió, privats i públics) i la demanda exterior–, i, per tant, la correlació podria ser subratllar el que resulta obvi, però no és així. De tots els components de la demanda domèstica, només el consum privat té una correlació clara i negativa amb el saldo exterior; la inversió té una correlació (encara més baixa) de sentit contrari (més inversió suposa saldo exterior positiu) i la despesa pública no té cap correlació. Aclarit això, reflexionem sobre la implicació, per a l'economia dels EUA,

de la reducció del dèficit comercial.

Un objectiu maximalista, de portar el saldo exterior a zero (des del -5 % actual), suposaria reduir el pes del consum privat en més de vuit punts, una missió molt difícil sense caure en una recessió. En principi es podria substituir la caiguda del consum amb un increment de la inversió (encara que molt parcialment, el pes és menys d'un terç del PIB), però la poca traça de la política aranzelària és un obstacle per aconseguir-ho.

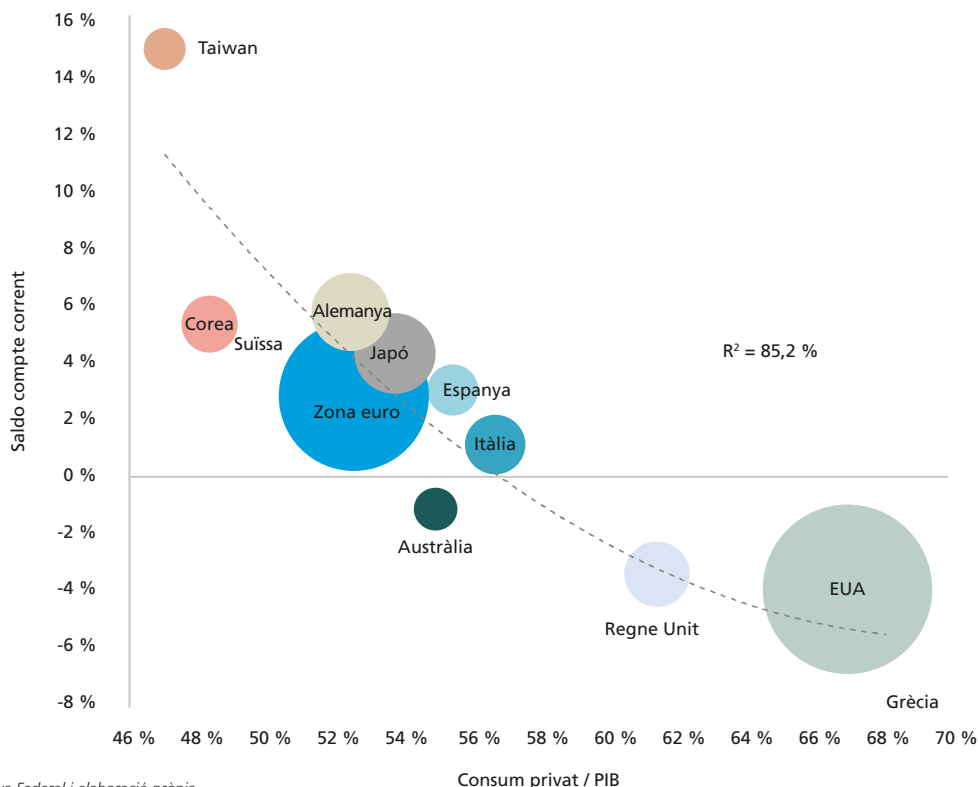
La millor palanca de política econòmica per reduir el consum és apujar els impostos, especialment els impostos al consum. Tots els impostos suposen una distorsió dels incentius econòmics; per això, tret que es busqui un efecte concret (desincentivar el consum de tabac o el joc, per exemple), el millor impost al consum és el que s'aplica de manera més àmplia, com passa amb l'IVA a Europa. Un impost als productes importats és perjudicial per a la inversió: no només grava el consum final, sinó que també afecta productes intermedis (maquinària industrial)

i matèries primeres, necessaris per a la inversió productiva al país.

Els aranzels faran caure el consum, però potser no tant el dèficit; aquest impost grava els béns, però no els serveis, amb efectes imprevisibles; si els estatunidencs decideixen comprar el mateix nombre de samarretes importades, però, com que són més cares, redueixen les visites a la perruqueria, els aranzels produeixen una recessió sense millorar el saldo exterior, i aquest és un exemple entre milers.

Si Trump va de debò, i sembla que és així, amb la imposició d'aranzels i coneix l'efecte recessiu (i el coneix), la pregunta és el ritme al qual vol aconseguir la caiguda del consum; la proposta inicial del "Dia de l'Alliberament" era, és, una cura de cavall, amb efectes molt negatius per a l'activitat i els preus. L'esperança és que les veus menys ideològiques del seu govern aconseguixin pausar el ritme. Ja ho veurem. Tanmateix, el fet que al primer acord assolit, amb el Regne Unit, els aranzels mitjans siguin superiors al 10 % no és un bon auguri.

Comerç i consum



Font: Reserva Federal i elaboració pròpia

Entorn de mercats

Cop asimètric

Des de va començar aquest segle, ens hem acostumat a patir uns xocs econòmics molt pitjors a Europa, i especialment a la zona euro, que als Estats Units.

La crisi del 2008, la pitjor des dels anys 30 del segle XX, va tenir un impacte inicial molt més gran als EUA que a la zona euro, però, quan s'iniciava la recuperació, ens va atacar la crisi de l'euro, que només va ser nostra. Per tant, mentre els EUA milloraven contínuament, a la zona euro es va iniciar un nou declivi que va durar fins al primer trimestre del 2013. La recuperació del creixement a Europa va ser titubejant mentre el model de creixement canviava cap al sector exterior, però, quan es va consolidar a partir del 2015, el creixement va superar el dels Estats Units. Va arribar la pandèmia, un xoc similar per a les dues zones, però, una vegada més, quan s'iniciava la recuperació, el cop de la invasió d'Ucraïna va ser devastador per a la zona euro i, tot i això, positiu per als EUA, gràcies a la seva capacitat exportadora de matèries primeres. A aquest nou cop asimètric s'hi va afegir una política fiscal extremadament expansiva per part de l'administració Biden, mentre que aquí vam intentar, amb un cert èxit, tornar a

equilibrar els comptes públics.

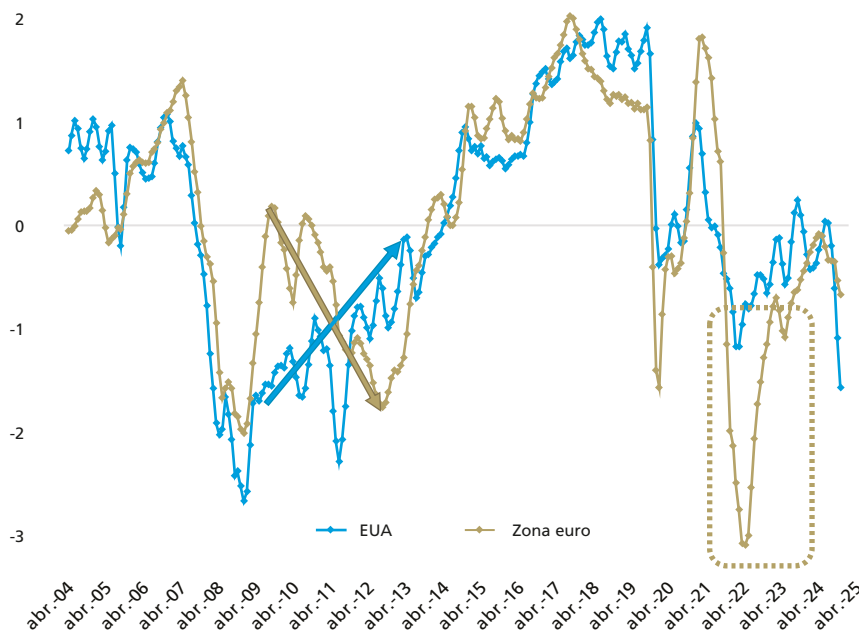
Amb aquests antecedents, és lògic que, en iniciar-se un possible, fins i tot probable, xoc a l'economia global per la política aranzelària dels EUA, el nostre reflex sigui pensar que, passi el que passi, aquí ens anirà pitjor. No obstant això, tot apunta que aquesta vegada no serà així, més aviat al contrari. Els aranzels són impostos. La pujada per als nord-americans serà entre molt forta i descomunal. Les importacions de béns representen un 12 % del seu PIB; el millor escenari és que l'aranzel mitjà pugi del 2,5 % al 15 %, fet que suposarà una pujada equivalent a 1,5 punts del PIB, molt forta, i en l'escenari del "Dia de l'Alliberament" l'increment seria de 2,5 punts, bestial. La zona euro ja ha anunciat que serà molt selectiva amb els aranzels que imposarà com a represàlia, que cobriran menys d'un terç de les importacions que fem des dels EUA, més o menys un 0,5 % del PIB. Per tant, la nostra pujada d'impostos serà molt testimonial. És cert que les exportacions als EUA representen aproximadament, un 3 % del PIB, i cauran, però això no ens agafarà ni desprevinguts ni indefensos. Una conseqüència (al nostre parer, molt positiva) de Trump 2a part ha estat despertar Alemanya de la seva torpor. El paquet d'estímul anunciat en aquell

país suposa, per si mateix, gairebé 0,4 punts del PIB comú, i, sens dubte, els països que s'ho puguin permetre (Països Baixos i Irlanda en són exemples clars) també aplicaran polítiques fiscals expansives.

A la política monetària, la situació no pot ser més diferent, també a favor nostre. La Reserva Federal té molt complicat fer una política de control del dany a l'economia; els aranzels suposen un impacte inflacionista elevat al qual s'afegeix la feblesa del dòlar. A tot estirar, el seu paper serà reactiu. La situació és la contrària per al Banc Central Europeu: la fortalesa de l'euro, la resposta aranzelària, molt moderada i quirúrgica, i la pressió competitiva de la Xina, que cerca nous mercats que substitueixin el dels EUA, auguren deflació al segment de béns. El Banc Central Europeu es pot permetre el luxe de ser molt proactiu. És cert que la fortalesa de l'euro és un vent en contra, però està més que compensada per la caiguda del preu del petroli, que en canvi juga contra els EUA.

Per una vegada, sembla que les asimetries ens beneficien. Ja tocava.

Confiança dels consumidors. Mitjana de tres mesos de la sèrie normalitzada



Font: Eurostat i elaboració pròpia



➤ Renda Fixa

Poc pendent a la corba de tipus

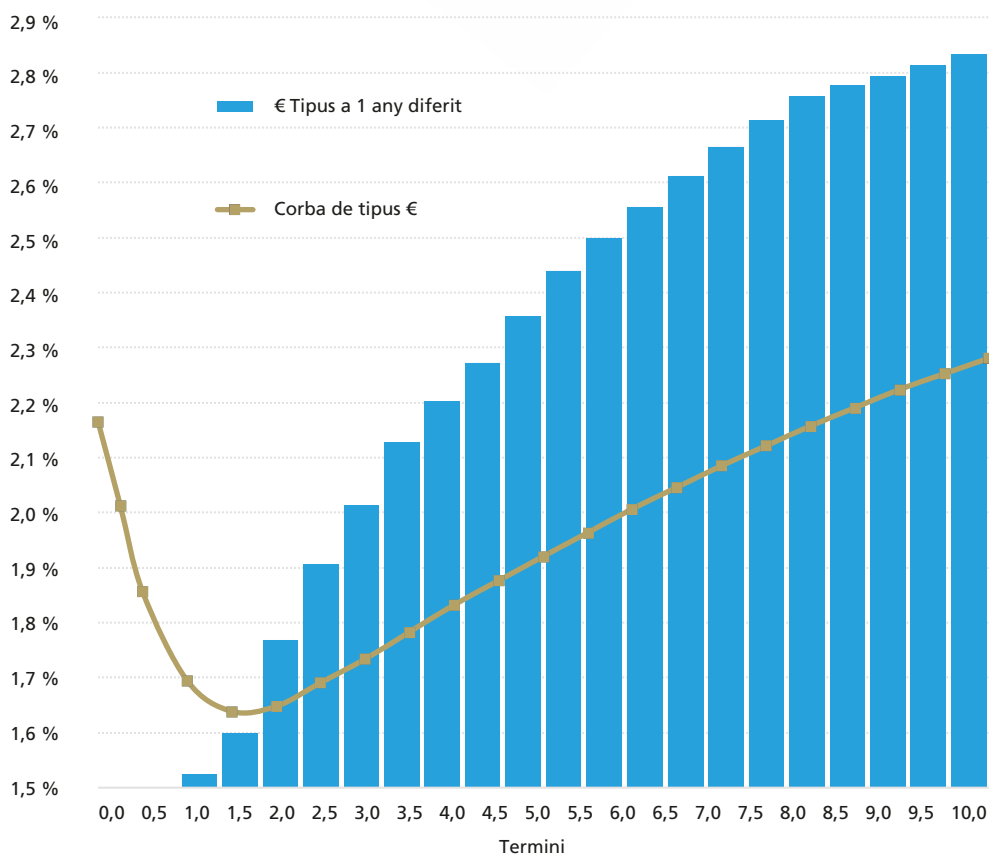
Els tipus d'interès a la zona euro donen per descomptat que el Banc Central Europeu pot portar el tipus d'interès fins a l'1,5 % els propers 12 mesos, i ens sembla raonable; fins i tot és possible que baixi més en un entorn de pressió a la baixa en la inflació de béns.

El que no sembla tan raonable és el que el mercat espera a partir d'aquí. Podem inferir què espera el mercat pel pendent de la corba de tipus; per exemple, si el tipus a tres anys és de l'1,8 % i a quatre anys és de l'1,9 %, sabem que podem contractar un tipus a un any d'aquí a

tres anys al 2,2 %, perquè és el tipus que iguala la inversió a quatre anys amb la inversió a tres i després un any més. Si veiem aquests tipus a un any amb origen futur, observem que no arriben a superar el 3 % en cap moment, i això sembla poc adient al nou període històric que vivim. Encara tenim present el llarg període de deflació (deu anys, entre el 2012 i el 2022), on els tipus curts eren negatius. I la història recent, on hem vist tipus per sobre del 4 %, ens sembla una anomalia, però abans de l'any 2010 els tipus oscil·laven entre el 2 % i el 5 %. Tornem a viure un període on els riscos de fons apunten més a la inflació que a la deflació; fragmentació en comptes de

globalització, ja no produïm on és més barat, rearmament de les democràcies europees, envelliment, i el seu corol·lari de més consumidors i menys productors; només hi opera en contra la promesa d'una acceleració de la productivitat gràcies a la intel·ligència artificial, però, posant-ho tot a la balança, ens sembla que confiar que en la propera dècada no veurem els tipus del Banc Central per sobre del 35 és arriscat. Necessitem una corba de tipus d'interès més pronunciada.

Corba de tipus a la zona euro



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ Renda Variable

Beneficis i preus, a Europa donen més per menys

A la zona euro, el preu de les accions suposa pagar 15 euros per cada euro de benefici obtingut l'any 2024, mentre que als EUA hi paguem 25 dòlars per dòlar de benefici.

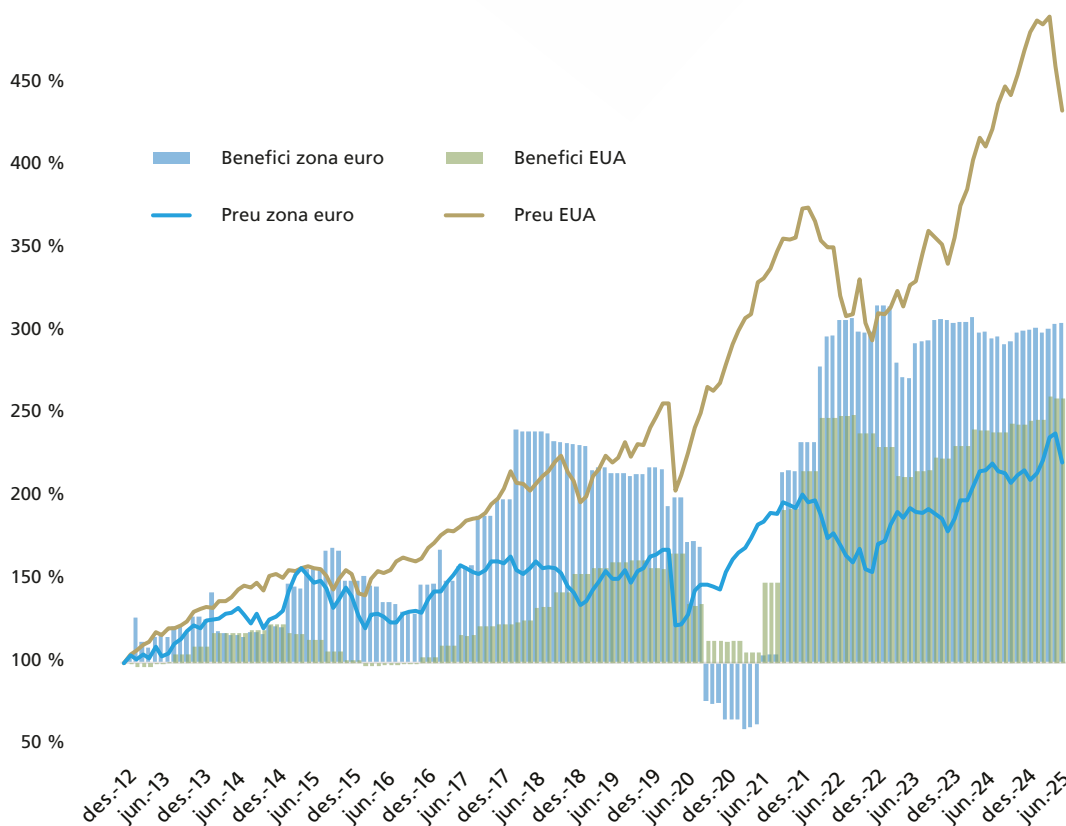
La justificació d'aquesta bretxa és el major creixement dels beneficis obtinguts als EUA, però aquest creixement té una mica de trampa. Si, en comptes d'utilitzar el benefici per acció reportat per les empreses -benefici dividit per accions en circulació-, anem a la lletra petita i fem servir el benefici dividit pel nombre d'accions en circulació més el nombre

d'accions d'emissió ja compromesa, anomenat "benefici per acció diluït", la diferència en el creixement desapareix. L'explicació és la remuneració als empleats, especialment als alts executius, amb paquets d'accions. Per posar un exemple, Tesla té 3.200 milions d'accions emeses, però s'ha compromès a emetre'n 303 milions més per lliurar-les a Elon Musk. El benefici per acció diluït és, per tant, un 8 % inferior al benefici per acció reportat. I no és un exemple extrem: en el cas de Visa, la diferència és d'un 20 %, i la mitjana per a les deu empreses més grans és d'un 4 %. A Europa, la pràctica està molt menys estesa: la diferència a

l'EuroStoxx 50 és d'un 0,4 %. Utilitzant el benefici per acció diluït, la diferència de creixement no només desapareix, sinó que s'inverteix.

És cert que el benefici de les empreses europees és més volàtil que el de les estatunidenques, però aquesta diferència no justifica una prima del 70 % en el preu que paguem: cal acabar amb els mites.

Benefici i preu, base 100 % desembre 2012. Benefici per acció ajustat per compromisos d'emissió



Font: Bloomberg i elaboració pròpia