

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



DICIEMBRE DE 2024



Mejor Banco en España 2024



Mejor Banco en ESG en España 2024



Mejor Banco en España
y en Europa Occidental 2024



Advertencias legales: Este documento ha sido elaborado por CaixaBank, S.A. (CaixaBank) con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe. Las opiniones expresadas, la información y los aspectos financieros, económicos y/o de mercado no son en ningún caso definitivos, y pueden variar sin previo aviso. Ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo asumen compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo ni puede interpretarse como asesoramiento legal, financiero, contable o fiscal. El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes públicas y consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente documento no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Adicionalmente, ni CaixaBank ni cualquiera de las empresas del Grupo aceptan responsabilidad alguna por la utilización que de dicho informe realice cualquier tercero distinto de su destinatario. Los comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. Si desea información adicional de la información contenida en el presente informe, puede solicitarlo en cualquier oficina de Banca Privada de CaixaBank, S.A. © CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohíbe su reproducción y comunicación o acceso a terceros no autorizados.



➤ **Entorno de mercados**

- El peso de la Deuda
- Déficit comercial EE. UU., cambiar para seguir igual

➤ **Renta Fija**

- Tipos de interés, demasiada paciencia es un defecto

➤ **Renta Variable**

- Beneficios 2025, una expectativa poco exigente, pero con elevado riesgo político



➤ Entorno de mercados

El peso de la Deuda

Los nombramientos que ha realizado Trump para los puestos económicos de su gobierno han sido una sorpresa positiva. En particular, el del Secretario del Tesoro (un cargo que combina la responsabilidad de política económica y fiscal), Scott Bessent.

Su programa tiene un eslogan pegadizo "conseguir el 3-3-3". Un crecimiento del 3 %, producir 3 millones de barriles de petróleo más al año y reducir el déficit público al 3 %, desde el 7 % actual.

El último punto parece particularmente difícil; siempre es bueno tener en cuenta "la realidad realmente existente" para evaluar nuestros objetivos, y esa realidad es descorazonadora. EE. UU. no ha conseguido tener un déficit inferior al 3 %

desde 2001, y no solo eso, lo malo es que la tendencia va a peor.

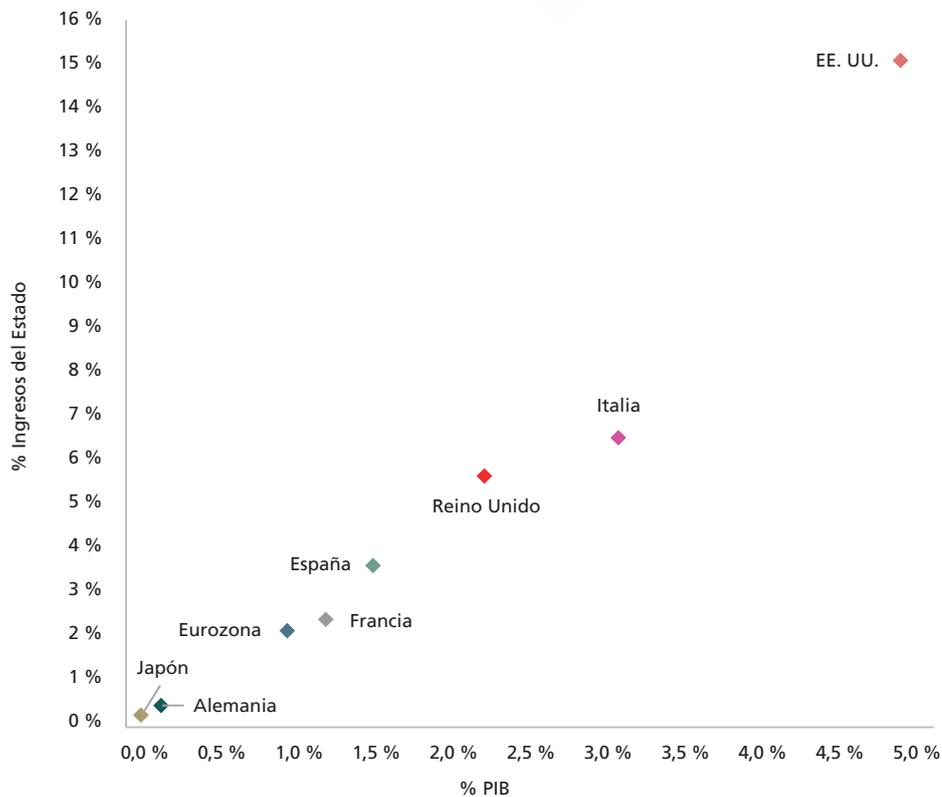
Si tomamos solo los periodos expansivos, (con un paro inferior al 5,5 %), el déficit medio con Obama fue del 4,4 %, con Trump subió al 5,6 % y con Biden al 6 %. Ni con pleno empleo son capaces, no ya de cuadrar las cuentas, ni siquiera de reconducirlas. El último superávit fiscal se alcanzó en el año 2001, con un paro del 3,9% y gracias a un enorme esfuerzo bipartidista liderado por Clinton, que consiguió reducir los gastos en 3 puntos de PIB (2,2 en defensa) y subir los ingresos otro tanto. Desde entonces hemos recorrido el camino contrario.

Somos optimistas en la capacidad de reducir el gasto, especialmente en defensa (otros tendremos que subirlo, claro), pero con eso ya no vale, el peso

de los gastos obligatorios (salud, servicio de la deuda) era, en el 2000, el 58 % de los ingresos, hoy es el 100 %. El porcentaje de ingresos que EE. UU. destina a servir su deuda es el doble que Italia o el triple que Francia. Recortando el gasto en dos puntos de PIB, en defensa y otras partidas "fáciles", el déficit se queda en el 5 %, no en el 3 %.

Subir los ingresos es obligado, sin embargo Trump ha prometido bajar impuestos, pero no todos, subirá los aranceles, que son impuestos a la importación ¿Se puede cuadrar el círculo gracias a eso? Más bien no, como veremos a continuación.

Servicio de la Deuda como % del PIB y de los Ingresos Públicos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



» **Entorno de mercados**

Déficit comercial EE. UU., cambiar para seguir igual

En los últimos 30 años EE. UU. importa bienes por un valor equivalente al 11 % de lo que produce, y exporta un 7 %. El déficit comercial persistente y la necesidad de subir los ingresos públicos hacen que los aranceles, un impuesto a la importación, sean cada vez más atractivos.

El tipo medio del impuesto sobre las importaciones es del 2,5 %, lo que significa que los aranceles suponen un ingreso para el Gobierno de EE. UU. de 0,275 puntos de PIB, el 1 % del ingreso total. La propuesta de subir el tipo medio hasta el 10 % permitiría, en principio, recaudar casi un punto de PIB más.

Desgraciadamente las cosas no son tan fáciles, los aranceles tienen impactos de

segundo orden que alteran el cálculo.

En primer lugar, si el resto de países responde incrementando sus aranceles sobre las exportaciones de EE. UU. es de esperar que las empresas exportadoras de ese país venderán menos, reduciendo los impuestos que pagan en su país.

Hay que considerar también que la respuesta de otros países puede ir más allá de imponer aranceles. China tiene la capacidad de paralizar sectores enteros de la economía de EE. UU. con prohibiciones selectivas de determinados componentes (y ha dado un ejemplo reciente en la fabricación de drones).

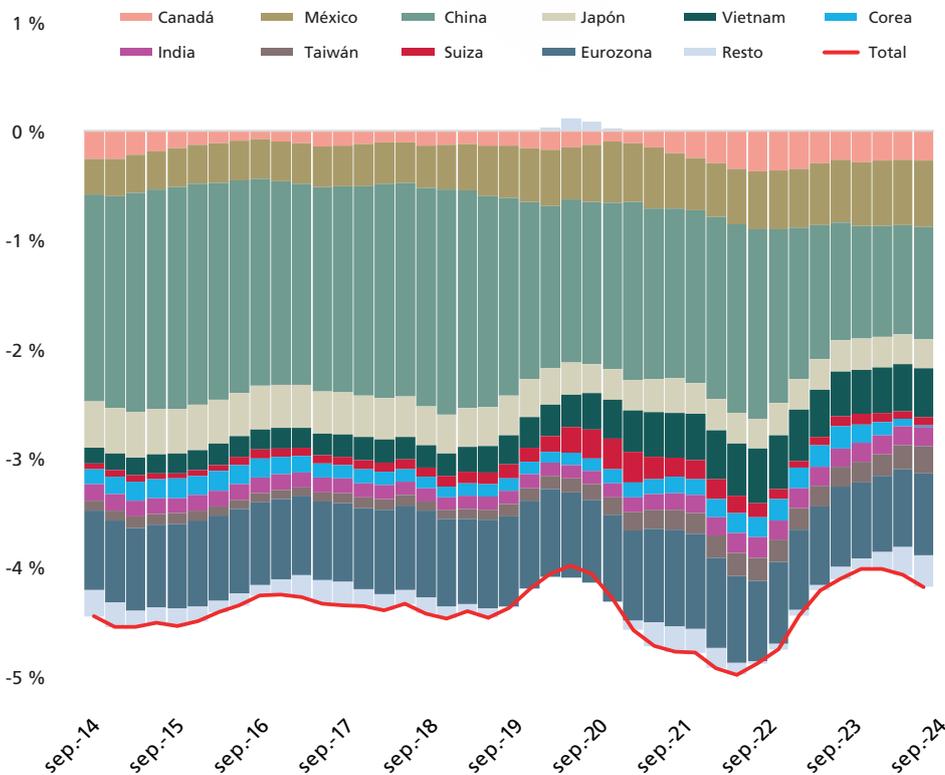
Por último, pero lo más importante, los aranceles tienen un impacto directo en la inflación, aproximadamente cada punto de incremento en el tipo medio de los aranceles sube la inflación en 0,12 puntos,

así que pasar del 2,5 % al 10 % supondría un punto más de inflación en EE. UU., lo que supone menos consumo y, por lo tanto, menos impuestos.

El efecto final es que la recaudación puede subir menos de la mitad, y tener un crecimiento económico menor con una inflación mayor.

Dados los inconvenientes de un arancel universal es lógico considerar el atractivo de aranceles específicos sobre las importaciones de países con los que EE. UU. tenga mayor déficit comercial, pero como lo demuestra la experiencia reciente con China eso mueve las importaciones de sitio, pero no las reduce, en 2016 el déficit comercial de EE. UU. con China era de dos puntos de PIB, y hoy es la mitad, pero el déficit comercial total sigue siendo el mismo.

EE. UU. Saldo exterior de bienes. % PIB



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Fija

Tipos de interés, demasiada paciencia es un defecto

El movimiento en los tipos de interés en los últimos doce meses es, como poco, peculiar. El tipo de intervención de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo ha bajado un punto, pero el de los bonos a 10 años en EE. UU. y en Alemania no se ha movido nada.

El movimiento subraya la singularidad de este ciclo de tipos, marcado por unos tipos de largo plazo que han vivido en negación continua de lo que ocurría. Si medimos los periodos en los que los tipos de largo plazo han estado por debajo del tipo de intervención hemos roto todos los récords, llevamos más de 550 días en esa situación.

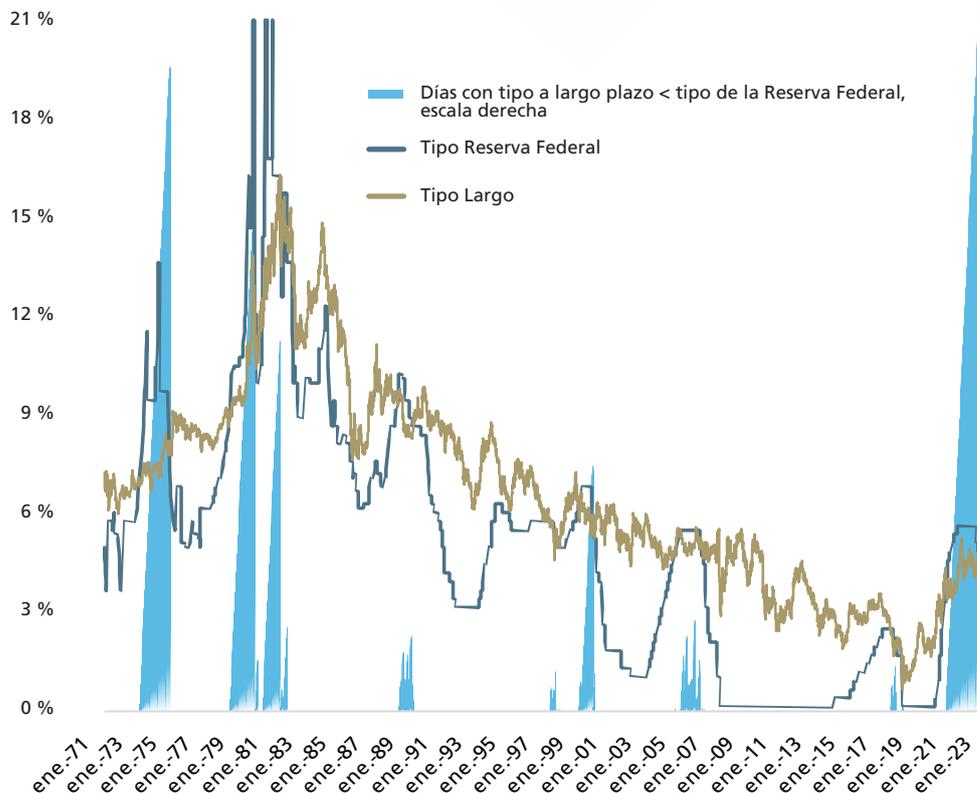
Solo hemos conocido dos periodos similares

(en EE. UU., para Europa no tenemos tanta historia), aunque más breves, en 1974 y en 1978. En esas dos ocasiones la Reserva Federal subió tipos muy agresivamente, del 5 % al 13 % en el primer caso y del 8 % al 20 % en el segundo, y los inversores juzgaron, acertadamente, que esas subidas serían efímeras y no forzaron un ala similar en los tipos largos.

La subida en esta ocasión ha sido mucho menor y, desde el principio, estaba razonablemente claro que no iba a ser efímera, y sin embargo los inversores han reaccionado como si lo fuese. El resultado ha sido que los bonistas han dejado de ganar, si multiplicamos la diferencia en tipos por el total emitido, cerca de medio billón de euros, no es calderilla y renunciar a ese premio indica un caso grave de irracionalidad.

La irracionalidad demostrada por los inversores en renta fija es muy preocupante. Ese mercado era, tradicionalmente, un ancla frente a los movimientos más "emocionales" de la renta variable, y no solo eso, la "sabiduría colectiva" de los inversores era tal que las señales del mercado de bonos eran un buen indicador adelantado de lo que ocurría en la economía. Todo eso es historia, sea cual sea el motivo del cambio el mercado de bonos ha dejado de ser un faro en un mundo irracional, y se ha sumado a la larga lista de mercados dominados, en el corto plazo, por las emociones y no por la razón.

El ciclo de tipos. Cuando la paciencia es un defecto



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

Beneficios 2025, una expectativa poco exigente, pero con elevado riesgo político

La expectativa de crecimiento de los beneficios en 2025 para las empresas cotizadas es de un 11 % en el índice global.

Para analizar esa previsión nos gusta separar el crecimiento de los beneficios en sus dos componentes, cuánto crecerán las ventas y cuánto lo hará el margen de beneficio.

La variación de ventas nos parece bastante conservadora, el crecimiento previsto es similar al de este año cuando esperamos (nosotros y el consenso de previsiones) una aceleración del crecimiento

económico. Por áreas geográficas la previsión de ventas para Europa y Japón, donde se espera un crecimiento menor que el de este año, nos parecen particularmente pesimistas.

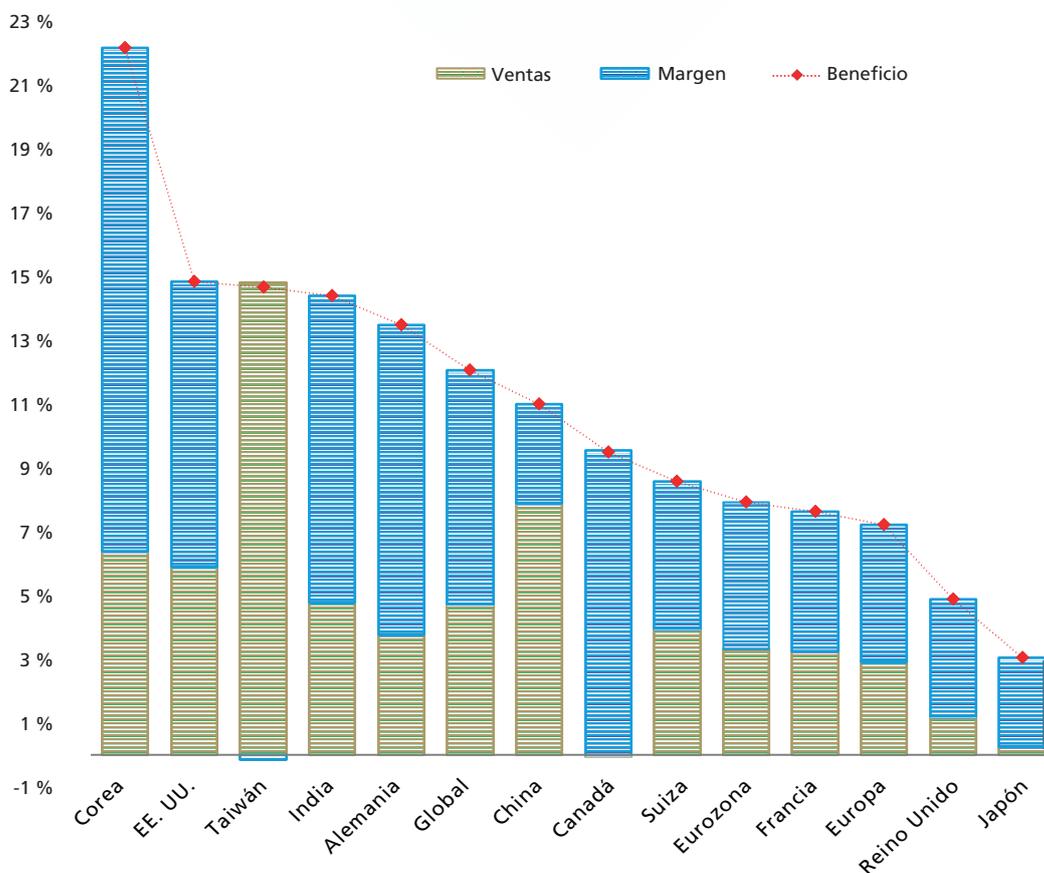
El otro componente, qué parte de ese crecimiento de las ventas se transformará en beneficio, es más dudoso. Para el índice global se espera que el margen de beneficios pase del 11,7 % actual al 12,3 %, lo que supondría un nivel ligeramente superior al máximo alcanzado a mediados de 2022.

Dado que el peso de EE. UU. en el índice global es de dos tercios, la previsión de crecimiento del margen para sus empresas es clave, y el factor de incertidumbre de la política económica es máximo. Si Trump mantiene sus promesas de incrementar

los impuestos a la importación y expulsar a millones de emigrantes (que hoy en día están integrados en la fuerza de trabajo de ese país) el impacto sobre los márgenes de beneficios sería muy negativo, casi el 100 % de las empresas utiliza algún componente importado en su proceso de producción y en un mercado con pleno empleo expulsar a trabajadores implica que las empresas tiene que competir agresivamente para mantener el número de trabajadores que necesitan.

El efecto negativo que ambas medidas tendrían en los márgenes, y por lo tanto en las cotizaciones, es quizás la mejor garantía de que Trump no llevará a cabo estas políticas, pero es difícil afirmarlo con convicción.

Crecimiento esperado de beneficio por acción. Descomposición en ventas y margen



Fuente: Bloomberg y elaboración propia