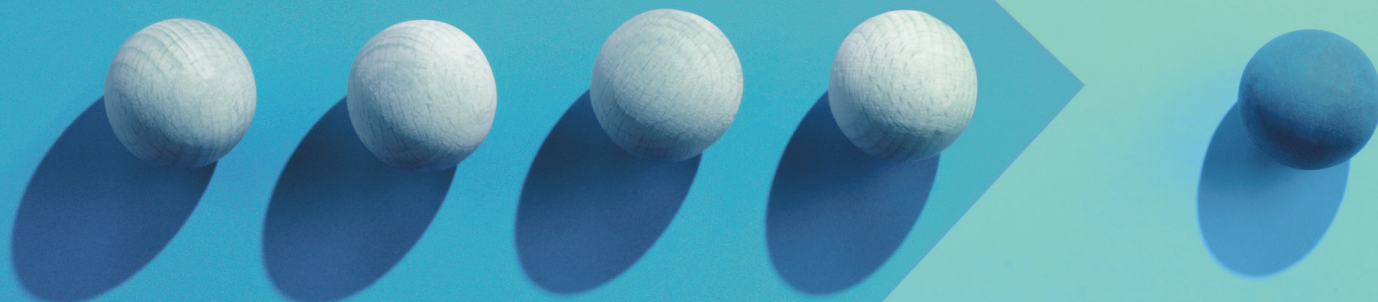


DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



GENER DE 2025



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? II
- Mercat de treball, igual de tensionat

➤ ***Renda Fixa***

- Bancs Centrals: massa divergència

➤ ***Renda Variable***

- Borsa i Tipus

Entorn de mercats

Alemanya: crisi, quina crisi? II

El creixement de les vendes al detall a Alemanya ens sembla tan espectacular que, amb el risc de fer-nos pesats, en tornem a parlar, després de menys de tres mesos.

Al novembre, dèiem que les vendes havien crescut "de manera inesperada" un 3,8 %, però des d'aleshores aquesta dada s'ha revisat a l'alça, fins al 4,4 %; la dada de l'octubre va ser del 2,4 % i la del novembre del 3,2 %. La sèrie mensual és volàtil, però, si apliquem una mitjana de tres mesos, el creixement és del 3,3 %. Per fer-nos-en una idea, a Espanya, que va molt bé, el creixement mitjà d'aquest any ha estat de l'1,6 %, i als EUA del 0 %.

És veritat que la sèrie de vendes al detall només ens parla de la despesa en béns, que suposa un 45 % de la despesa total de les llars (la resta és en serveis), però si la relació històrica es manté, el creixement de la despesa de les llars podria acabar l'any per sobre de l'1 %.

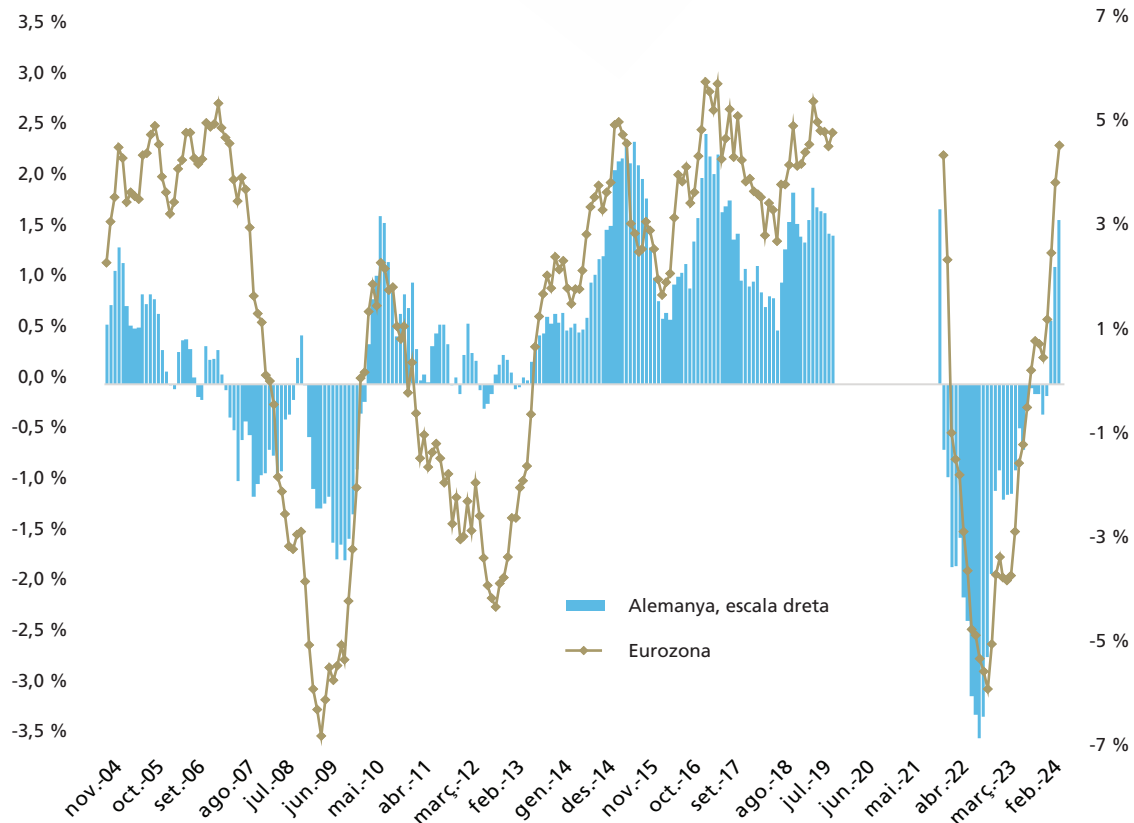
No tan sols crida l'atenció el creixement, també l'acceleració: al juny, el creixement encara era negatiu. Dels grans països de l'Eurozona, Alemanya ha passat de ser el pitjor –a l'estiu– al millor –a la tardor.

Les vendes al detall no són l'únic indicador positiu. La creació d'ocupació, que havia alentit el ritme de creixement fins al maig, s'ha tornat a accelerar, i això s'ha traduït

en una reducció de la taxa d'atur, que ha ajudat a portar l'atur de l'Eurozona al nivell mínim històric.

Alemanya no està en crisi, al revés, té un creixement econòmic positiu que –i això és el més important– s'està accelerant. Ja veurem quantes dades calen per matar el relat de la "crisi alemanya".

Vendes al detall. Creixement anual (mitjana de quatre mesos)



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

Entorn de mercats

Mercat de treball, igual de tensionat

L'atur a l'Eurozona és del 6,3 % i als EUA del 4,1 %, cosa que sembla indicar que el mercat de treball està més tensionat a l'altra banda de l'Atlàntic. Així i tot, el 6,3 % és el mínim històric, mentre que als EUA va ser d'un 3,5 %.

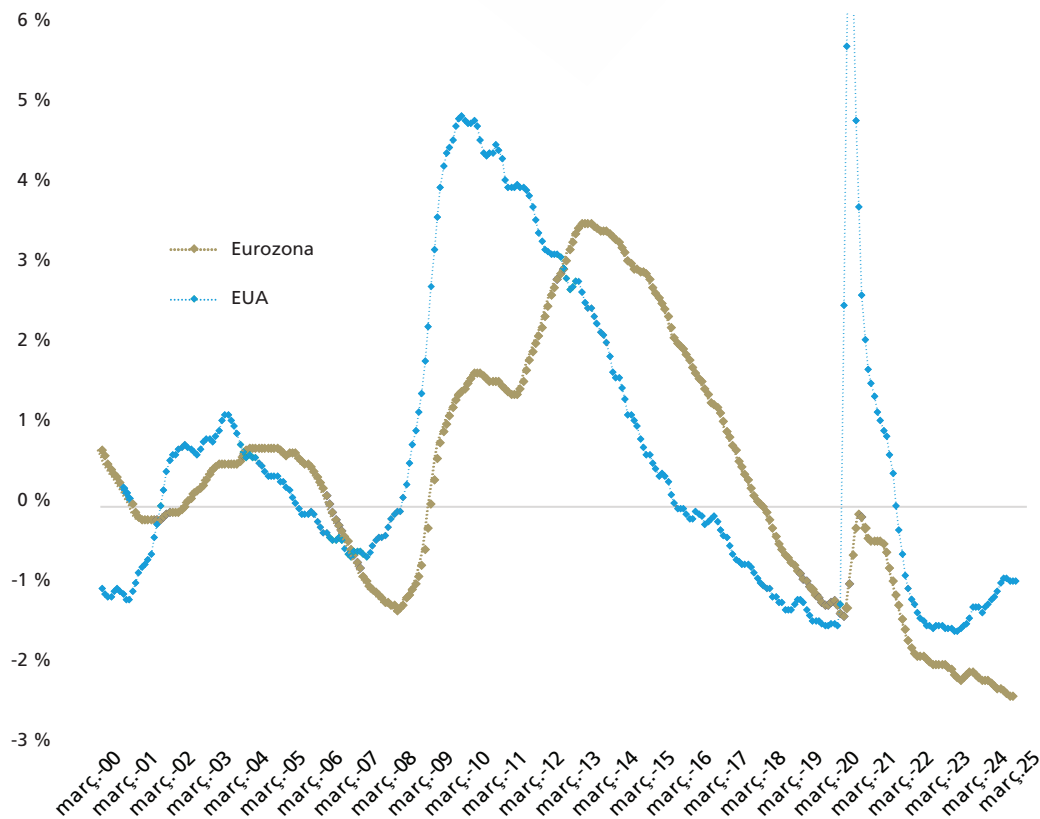
Una mesura més apropiada és veure quina diferència hi ha entre el nivell actual i els nivells anteriors de plena ocupació. Si fem servir la fase expansiva del 2005 al 2008, l'atur a l'Eurozona es troba 1,4 punts per sota, i el dels EUA, 0,5. Si som més restrictius i ens basem en la diferència entre el nivell mínim anterior al 2020 i l'actual, l'Eurozona hi està un punt per sota, i els EUA 0,5 punts

per sobre. Una altra manera de veure-ho és amb el nombre d'aturats; respecte al nivell mínim previ a la pandèmia, l'atur a l'Eurozona ha caigut un milió de persones; als EUA ha augmentat 1,1 milions. Així doncs, no sembla pas que el mercat de treball estigui menys tensionat a l'Eurozona, més aviat al contrari.

Un altre indicatiu que la tensió és més pronunciada ens el dona l'increment de la participació laboral. L'Eurozona ha transformat un increment de la població d'1,2 milions en un increment de l'oferta de treball (persones disposades a treballar, ocupades o que busquen feina) de gairebé 5 milions; si no fos així, la taxa d'atur seria del 4 %, als EUA, però, l'oferta de treball ha crescut amb la

població. De fet, el desembre del 2019, la població activa era el 73,7 % de la població en edat de treballar, a l'Eurozona, i el 74,4 % als EUA. El setembre del 2024, el percentatge a l'Eurozona era del 75,6 % i als EUA del 74,9 %. Normalment, la gent s'anima a participar en el mercat de treball si l'escassetat fa que millorin les condicions dels treballadors, i això és el que està passant a l'Eurozona..

Taxa d'atur. Desviació pel que fa a la mitjana 2000 - 2008



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Bancs centrals: massa divergència

L'economia, si més no l'ocupació, creix a un ritme molt similar als EUA i a l'Eurozona. La inflació subjacent s'ha estancat, de manera molt similar, a totes dues regions, i, així i tot, el mercat espera una evolució molt diferent per part dels seus dos bancs centrals: menys de 0,4 punts de baixada per a la Reserva Federal als pròxims dotze mesos, davant d'1 punt per al Banc Central Europeu.

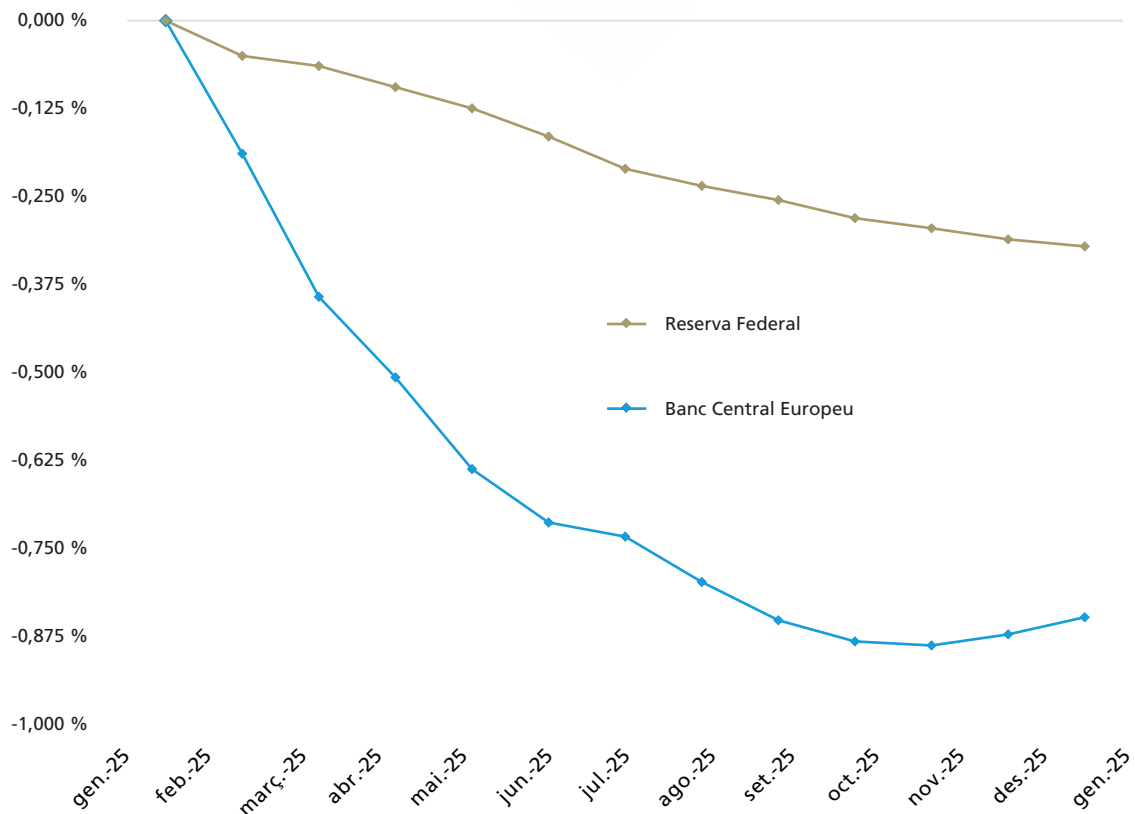
Des del punt de vista estrictament econòmic, i tenint en compte l'asimetria

en el mandat de cada banc –dual per a la Reserva Federal (màxima ocupació amb preus estables) i únic per al Banc Central Europeu (preus estables)–, seria més lògic que l'asimetria fos en sentit contrari: menys baixades a l'Eurozona que no pas als EUA.

La diferència de tipus (1,4 punts a favor dels EUA) no sembla que es justifiqui per la diferència en la inflació, 2,8 % de mitjana, l'últim any, tant aquí com als Estats Units; més aviat és un anacronisme de quan, abans de la pandèmia, la inflació era un punt superior de mitjana als EUA.

Potser la política pot explicar part de la divergència: Trump, potencialment, és un factor inflacionista, i això pot justificar una mica més de prudència per part de la Reserva Federal, però si, tal com pensem, les polítiques de Trump faran molt de soroll per no res, s'anirà dissipant i els dos bancs haurien d'abaixar els tipus fins a quedar a prop (però per sota) de la inflació. A l'Eurozona, no estem gaire lluny d'aquest nivell, així que el més probable és que acabem veient més baixades als Estats Units.

Tipus d'intervenció. Variació pel que fa al nivell actual



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



➤ Renda Variable

Borsa i Tipus

La relació entre el preu de la borsa, és a dir, el que paguem pels beneficis, i el tipus d'interès a llarg termini hauria de ser inversament proporcional.

Si pensem que el preu que paguem no és només pels beneficis d'aquest any, sinó per tot el flux de beneficis futurs descomptats al seu valor present, ràpidament arribem a formulacions que igualen el valor d'una acció a expressions del tipus $\text{preu} = (\text{benefici actual}) / (\text{taxa de retorn exigida} - \text{creixement esperat del benefici})$, i en algun punt la taxa de retorn exigida ha de contenir el tipus d'interès a llarg termini dels bons del tresor en una fórmula del tipus taxa de

$\text{retorn exigida} = \text{prima de risc de la borsa} + \text{tipus lliure de risc}$.

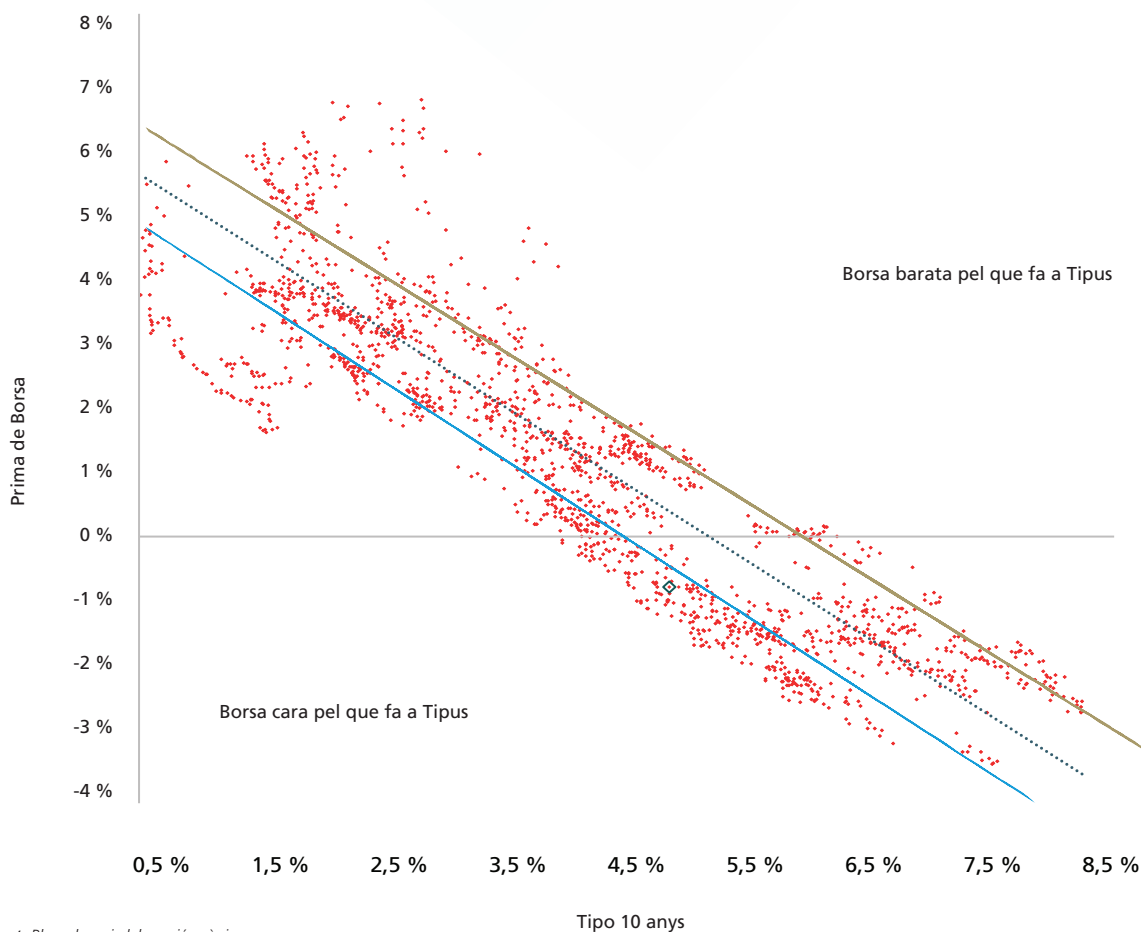
Si reordenem la primera fórmula, és fàcil de veure que la inversa del preu pagat pels beneficis (la inversa del PER) és el benefici actual dividit pel preu, i que això és igual la prima de risc de la borsa més el tipus lliure de risc menys el creixement esperat dels beneficis.

Si puja el tipus lliure de risc i tota la resta es queda constant, el preu que paguem pels beneficis hauria de baixar, però és fàcil veure que la hipòtesi que tota la resta es queda constant és impossible que es compleixi; si el tipus puja, és perquè s'espera o més creixement o més inflació, o totes dues coses, i això afecta, en

positiu, el creixement esperat dels beneficis, i pot afectar, en negatiu, la prima de risc (entre altres coses, perquè la rendibilitat de la borsa puja amb la inflació i la dels bons no).

El resultat final és que els tipus d'interès a llarg termini tenen molt poca influència en la valoració borsària. L'estadística corrobora aquesta reflexió, un tipus d'interès lliure de risc del 4,5 % és, estadísticament, compatible amb un PER entre 15 i 25 vegades, així que el nivell actual de PER, a la part alta d'aquest rang, no ens diu que, en relació amb els tipus, la borsa estigui mal valorada, ni tampoc ben valorada.

EUA. Prima de borsa i tipus a 10 anys des del 1991



Font: Bloomberg i elaboració pròpia