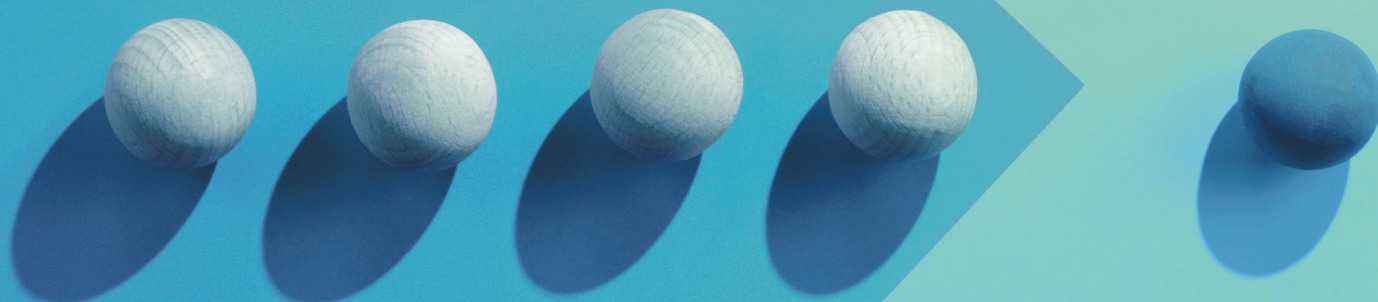


DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



FEBRER 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***

- Mercat de treball, visca el servei
- Una inflació massa estable

➤ ***Renda Fixa***

- Tres mesos de Trump, tipus d'interès

➤ ***Renda Variable***

- Tres mesos de Trump, índexs

Entorn de mercats

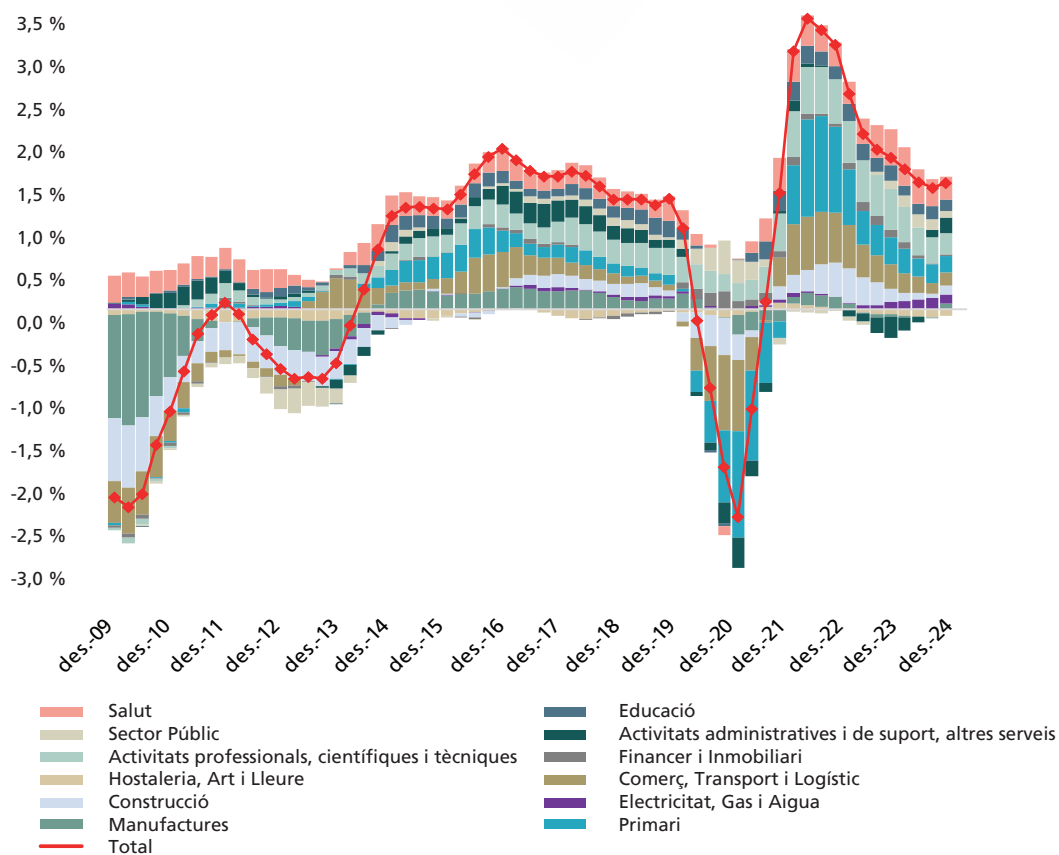
Mercat de treball, visca el servei

Sovint ens pregunten quins sectors són els que estan contribuint a l'excel·lent creació d'ocupació a la zona euro, però potser seria més instructiu preguntar-se quins sectors no estan destruint ocupació. Els qui, per edat, encara tenim a la retina les paoroses crisis successives del col·lapse de la bombolla immobiliària i la confiança en l'euro (2008 - 2013), sabem que la contracció de l'ocupació, amb més de sis milions de llocs de treball destruïts, va tenir lloc malgrat que en els sectors de salut, educació i serveis d'alt valor afegit l'ocupació continuava creixent; però no prou per absorbir els aturats de la construcció (tres milions de treballadors) i de la indústria (tres milions i mig de caiguda en el sector de les manufactures).

En el cicle actual, però, pràcticament cap sector no ha destruït ocupació, únicament l'agricultura, que suposa menys del 3 % de l'ocupació total, es troba per sota del nivell màxim. La creació d'ocupació continua basada en els tres grans sectors que han mantingut una tendència positiva les últimes dècades: serveis d'alt valor afegit (el 38 % de l'increment total des del 2019, i dins del subsector d'informació i comunicació, és la meitat de l'increment), salut (un 22 % dels nous llocs de treball) i educació (un 11 %) - junts suposen les tres quartes parts de la creació d'ocupació- i si hi sumem la resta dels serveis (hostaleria, comerç i activitats de suport), expliquem el 90 % de la creació d'ocupació. Des del 2019, la indústria no ha restat, ni afegit. El sector públic ha generat pràcticament les mateixes feines que la construcció.

La creació d'ocupació ha estat possible gràcies a l'increment de la participació laboral, és a dir, la fracció de la població en edat de treballar que està disposada a fer-ho, que en el tram d'edat de 20 a 64 anys ja supera el 80 %. La millora de la participació laboral és molt bona notícia, però posa de manifest els límits en el creixement: quan 4 de cada 5 persones que poden treballar ja ho fan (o busquen feina, però la taxa d'atur està en mínims històrics), estem "rascant el fons del barril". Per continuar creixent, necessitem que creixi la població que pot treballar, i al nostre continent això implica, inevitablement, atreure immigració, i integrar-la de manera adequada, un repte cada cop més urgent, i que pocs països resolen adequadament. Espanya, afortunadament, n'és un.

Eurozona - Creixement anual de l'ocupació. Contribució sectorial



Entorn de mercats

Una inflació massa estable

El Banc Central Europeu prediu que la inflació tornarà a l'objectiu del 2 % durant l'any en curs. Ens agradaria compartir el seu optimisme (que el mateix BCE matisa dient que els riscos d'equivocar-se són simètrics), però és difícil obviar que el procés de desinflació s'ha estancat; els 12 últims mesos, la inflació gairebé no ha variat, i això no canvia si exclouem els components més erràtics, energia i aliments, en l'anomenada *inflació subjacent*.

El més preocupant és l'esclatxa que s'ha obert entre l'evolució del preu dels serveis (una categoria que abasta des d'un tall de cabells fins a una neurocirurgia) i la resta. La variació anual del preu dels serveis fa 15 mesos –des del novembre del 2023– que està estancada en un 4 %, més d'un punt per sobre de la inflació subjacent,

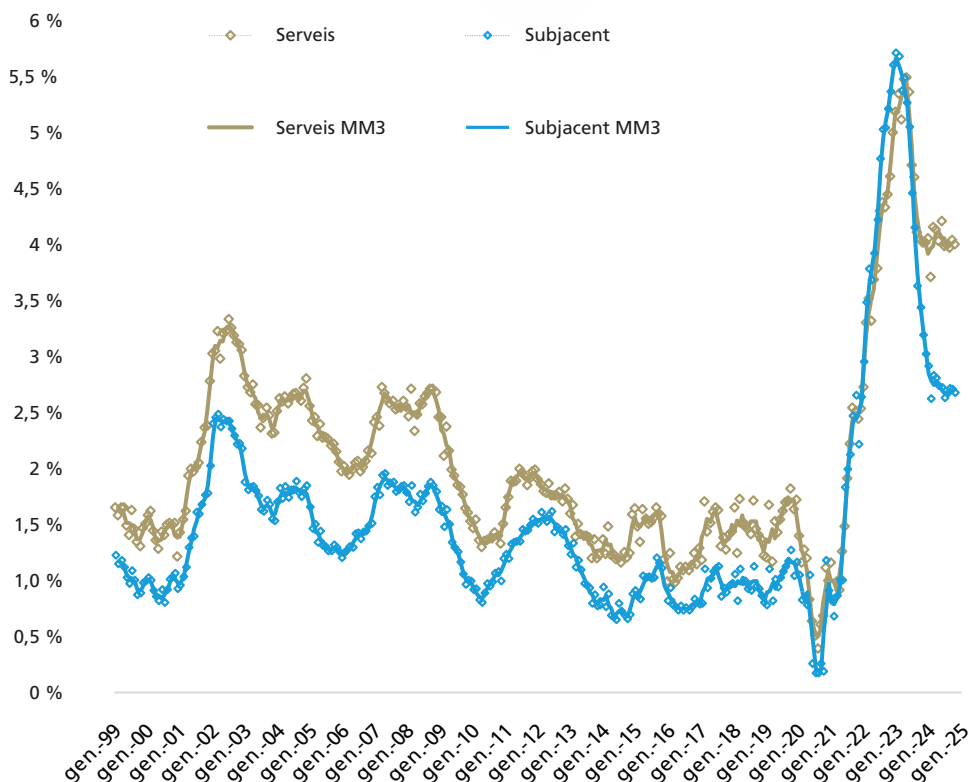
cosa sense precedents.

Els serveis no estan, en general, sotmesos a la disciplina de la globalització, i per això la seva inflació ha estat sempre superior a la dels béns, cosa que es va invertir durant la pandèmia (quan no era fàcil consumir serveis) i la invasió d'Ucraïna (per l'impacte en l'energia i les matèries primeres), però mai tant com ara. Des del 1999 fins al març del 2024, la diferència entre la inflació de serveis i la subjacent no va superar mai un punt percentual i, eliminant la pandèmia i la invasió d'Ucraïna, la mitjana era inferior a mig punt.

La situació actual ens deixa exposats al fet que qualsevol repunt en el preu dels béns acosti la inflació subjacent a la de serveis, i els riscos són molts. El preu dels béns més volàtils, energia i aliments, és imprevisible, però als Estats Units un greu episodi de

grip aviària ja està incrementant el preu dels aliments, i és fàcil que el virus s'estengui, sobretot si l'administració Trump continua dificultant la feina dels funcionaris que s'ocupen de la salut pública. Per a la resta dels béns, la tendència és negativa, la disciplina que imposava la globalització s'erosiona dia a dia, i el procés pot passar de gradual a catastròfic si Trump passa d'amenaçar amb aranzels a imposar-los de debò. El que dèiem: ens agradaria compartir la confiança del BCE, però no és senzill.

Inflació a l'Eurozona



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Fixa

Tres mesos de Trump, tipus d'interès

La falta de pes polític del secretari del Tresor en el govern de Trump és molt evident en l'evolució dels tipus d'interès a llarg termini. El tipus del bo del Tresor a 10 anys als EUA ha pujat des que Trump va arribar al poder, mentre que el d'Alemanya, i, més significativament, els de França i el Regne Unit, considerats països problemàtics, gairebé no s'han mogut.

L'evolució dels tipus a llarg termini encara és més sorprenent si pensem que la Reserva Federal ha abaixat el tipus d'intervenció mig punt durant el període. No és freqüent veure augmentar els tipus

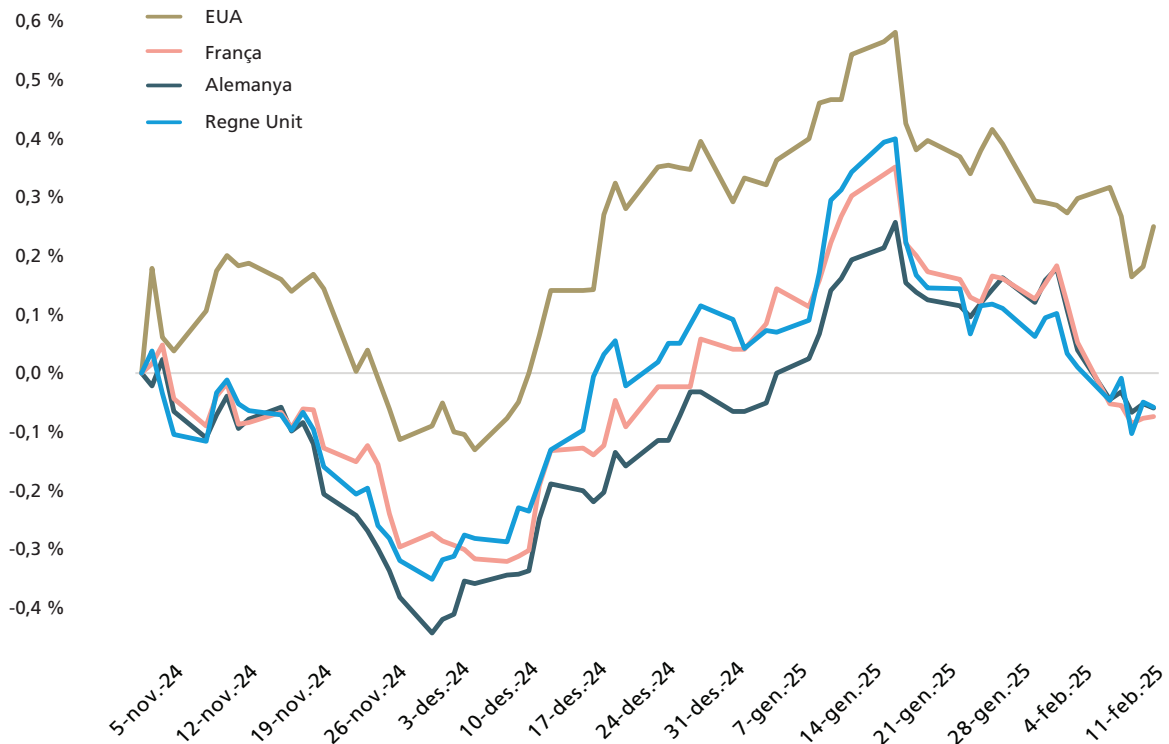
llargs mentre el Banc Central relaxa la política monetària.

El problema de fons és la delicada situació fiscal dels EUA, que acabarà l'any amb un dèficit públic de prop del 7 %, una cosa insòlita, amb plena ocupació i creixement sòlid, però que és un punt més; el deteriorament dels comptes públics no ha estat cosa d'un any, ni de quatre, els Estats Units no han aconseguit quadrar el saldo d'ingressos i despeses en tot el segle XXI, i el seu endeutament, que a principis de segle suposava el 50 % de la renda anual, ara és de més del 120 %, a l'Eurozona en el mateix període hem passat del 68 % al 88 %. La política fiscal ha de tenir en compte, a més, que els Estats Units es financen gràcies a la confiança de la resta

del món, i això és fràgil, tal com va comprovar el govern britànic de Liz Truss el 2022.

Bessent és fiscalment molt conservador, però el seu cap no ho sabem, i tres mesos després de les eleccions seguim sense saber-ho. Les baixades d'impostos que no para de prometre excedeixen, i de molt, la capacitat de reduir costos que han demostrat fins ara Elon Musk i les seves joves promeses. Mentre els que hem de comprar el deute dels Estats Units no ens aclarim, és difícil que veiem cap reducció dels tipus a llarg termini, i si els dubtes es dissipen en la direcció equivocada, potser el que vegem seran pujades importants.

Tres mesos de Trump. Variació del tipus a 10 anys



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

➤ Renda Variable

Tres mesos de Trump, índexs

La sorpresa financera més important dels primers mesos de l'administració Trump ha estat l'evolució dels mercats fora dels Estats Units.

Els mercats emergents han recuperat tota la caiguda inicial, i entre els desenvolupats només el Japó ho fa pitjor que els EUA. L'índex de l'Eurozona multiplica per quatre la rendibilitat dels EUA, sense que hi hagi un únic esdeveniment que permeti explicar aquest comportament.

Fa menys de dos anys, vam tenir un episodi similar. Entre finals de setembre del 2022 i el març del 2023, l'índex a

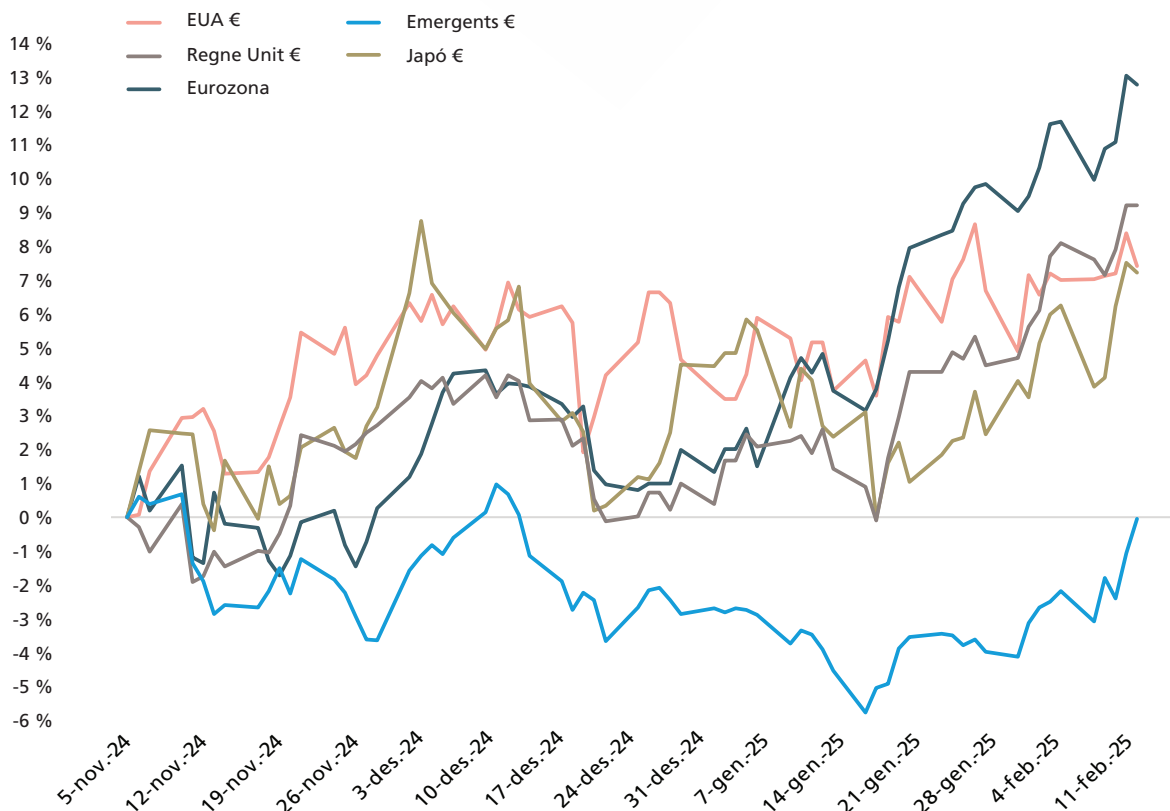
Europa va doblar el comportament dels EUA, però amb una gran diferència respecte a l'episodi actual, i és que en el primer episodi, la millora de l'índex europeu va reduir la prima de l'índex dels EUA del 50 % al 40 %, i en l'episodi actual, la prima s'ha reduït del 75 % al 55 %, és a dir, que fins i tot després de tres mesos de molt més bon comportament, la borsa de l'Eurozona és més barata (en relació amb els EUA) que el 2022.

Però oblidem que, tot i que entre el 2023 i el 2024 els EUA han pujat un 70 %, el benefici només ho ha fet un 15 %, la resta ha estat encariment, justificat per

un creixement més accentuat dels beneficis.

La confiança dels inversors en la capacitat de les empreses dels EUA per mantenir un ritme de creixement dels beneficis molt superior al de la resta del món s'ha erosionat per les dues bandes, decepció en els resultats de les set magnífiques i sorpreses positives en els resultats a Europa. A l'episodi actual encara li pot quedar recorregut.

Tres mesos de Trump. Canvi en la capitalització dels Índexs Borsaris



Font: Bloomberg i elaboració pròpia