

DIRECTRICES

Estrategia de Inversión



FEBRERO DE 2025



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***
 - Mercado de trabajo, viva el servicio
 - Inflación demasiado estable

- ***Renta Fija***
 - Tres meses de Trump, tipos de interés

- ***Renta Variable***
 - Tres meses de Trump, índices



Entorno de mercados

Mercado de trabajo, viva el servicio

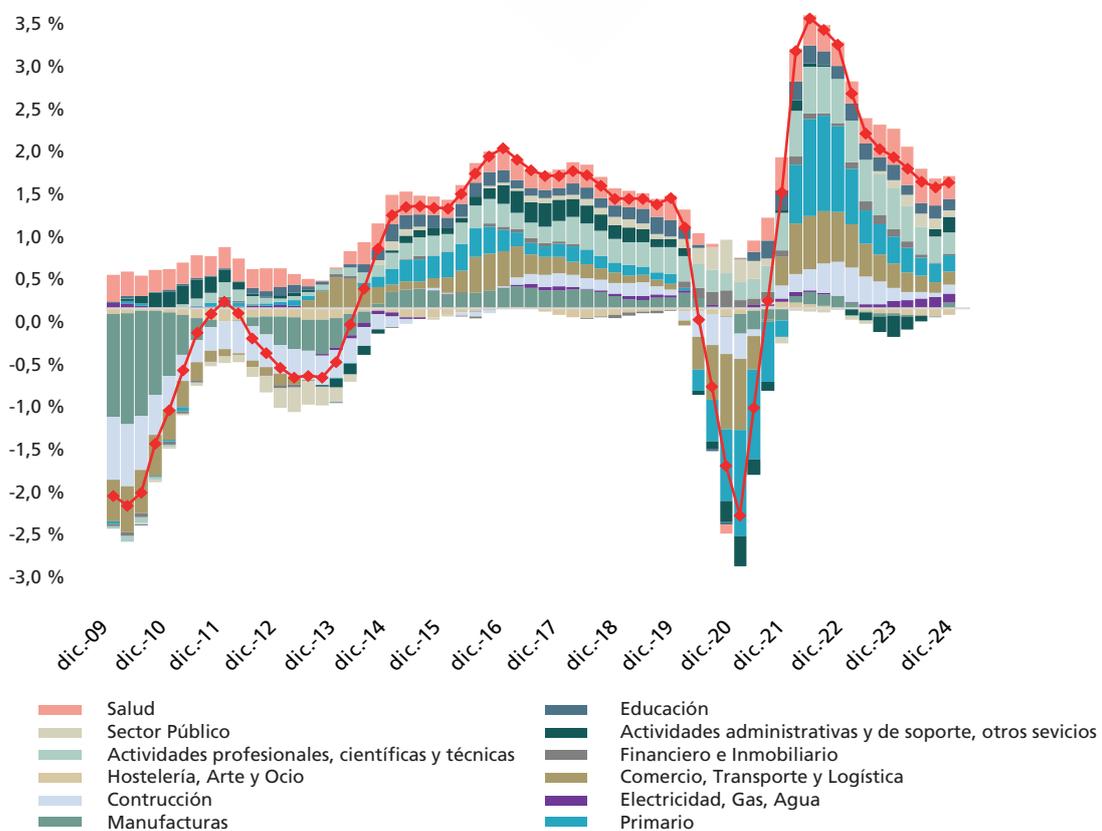
A menudo nos preguntan qué sectores son los que están contribuyendo a la excelente creación de empleo en la Eurozona, pero quizás sería más instructivo preguntarse qué sectores no están destruyendo empleo. Los que, por nuestra edad, todavía tenemos en la retina las pavorosas crisis sucesivas del colapso de la burbuja inmobiliaria y confianza en el euro (2008 – 2013), sabemos que la contracción del empleo, con más de seis millones de puestos de trabajo destruidos, se produjo pese a que en los sectores de salud, educación y servicios de alto valor añadido seguía creciendo la ocupación; pero no lo suficiente para absorber a los parados de la construcción (tres millones de trabajadores) y de la industria (tres millones y medio de caída en el sector de manufacturas).

En el ciclo actual, sin embargo, prácticamente ningún sector ha destruido empleo, únicamente la agricultura, que supone menos del 3 % del empleo total, se encuentra por debajo de su nivel máximo. La creación de empleo sigue apoyada en los tres grandes sectores que han mantenido una tendencia positiva en las últimas décadas; servicios de alto valor añadido (el 38 % del incremento total desde 2019, y dentro el subsector de "información y comunicación" es la mitad del incremento), salud (un 22 % de los nuevos empleos) y educación (un 11 %), -juntos suponen las tres cuartas partes de la creación de empleo- y si sumamos el resto de los servicios (hostelería, comercio y actividades de apoyo) explicamos el 90 % de la creación de empleo. Desde 2019 la industria no ha restado, ni añadido. El sector público ha generado prácticamente los mismos empleos que la construcción.

La creación de empleo ha sido posible gracias al incremento de la participación laboral, es decir, la fracción de la población en edad de trabajar que está dispuesta a hacerlo, que en el tramo de edad de 20 a 64 años supera ya el 80 %. La mejora en la participación laboral es muy buena noticia, pero pone de manifiesto los límites al crecimiento, cuando 4 de cada 5 personas que pueden trabajar ya lo hacen (o buscan empleo, pero la tasa de paro está en mínimos históricos), estamos "rascando el fondo del barril".

Para seguir creciendo necesitamos que crezca la población que puede trabajar, y en nuestro continente eso pasa, inevitablemente, por atraer inmigración, e integrarla adecuadamente, un reto cada vez más acuciante, y que pocos países resuelven adecuadamente. España es, afortunadamente, uno de ellos.

Eurozona - Crecimiento anual del empleo. Contribución sectorial



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Entorno de mercados

Inflación demasiado estable

El Banco Central Europeo predice que la inflación volverá a su objetivo del 2 % en el año en curso. Nos gustaría compartir su optimismo (que el propio BCE matiza diciendo que los riesgos de equivocarse son simétricos), pero es difícil obviar que el proceso de desinflación se ha estancado; en los últimos 12 meses la inflación apenas ha variado, y eso no cambia si excluimos los componentes más erráticos, energía y alimentos, en la llamada inflación subyacente.

Lo más preocupante es la brecha que se ha abierto entre la evolución del precio de los servicios (una categoría que abarca desde un corte de pelo hasta una neurocirugía) y el resto. La variación anual del precio de los servicios lleva 15 meses,

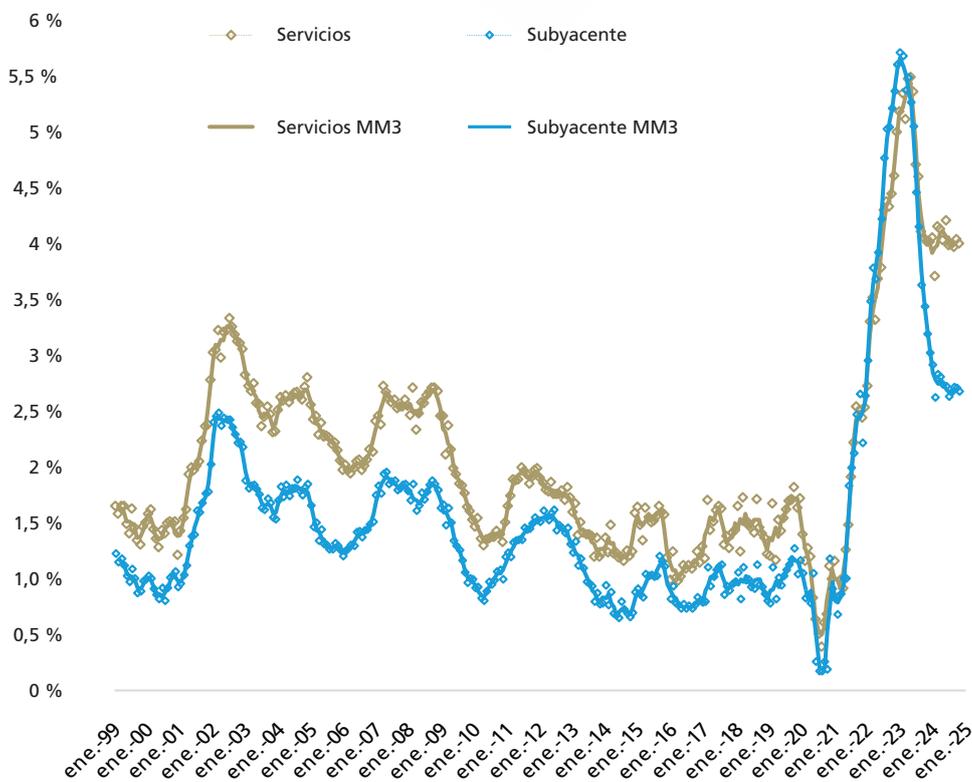
desde noviembre del 2023, estancada en un 4 %, más de un punto por encima de la inflación subyacente, algo sin precedentes.

Los servicios no están, en general, sometidos a la disciplina de la globalización, y por eso su inflación ha sido siempre superior a la de los bienes, algo que se invirtió durante la pandemia (donde no era fácil consumir servicios) y la invasión de Ucrania (por su impacto en la energía y las materias primas), pero nunca tanto como ahora. Desde 1999 hasta marzo de 2024 la diferencia entre la inflación de servicios y la subyacente nunca superó un punto porcentual y, eliminando la pandemia y la invasión de Ucrania, el promedio era inferior a medio punto.

La situación actual nos deja expuestos a que cualquier repunte en el precio de los

bienes acerque la inflación subyacente a la de servicios, y los riesgos son muchos. El precio de los bienes más volátiles, energía y alimentos, es impredecible, pero en Estados Unidos un grave episodio de gripe aviar ya está incrementando el precio de los alimentos, y es fácil que el virus se extienda, sobre todo si la administración de Trump sigue dificultando el trabajo de los funcionarios que se ocupan de la salud pública. Para el resto de los bienes la tendencia es mala, la disciplina que imponía la globalización se erosiona día a día, y el proceso puede pasar de gradual a catastrófico si Trump pasa de amenazar con aranceles a imponerlos de verdad. Lo dicho, nos gustaría compartir la confianza del BCE, pero no es fácil.

Inflación en la Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ Renta Fija

Tres meses de Trump, tipos de interés

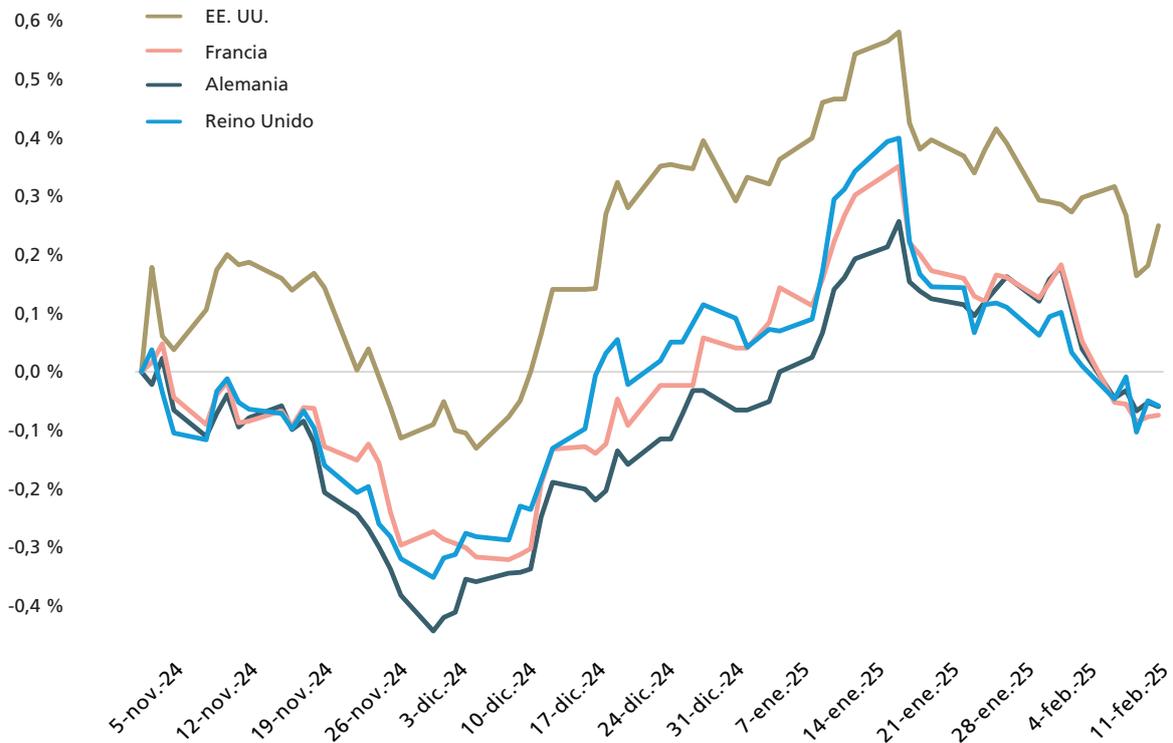
La falta de peso político del Secretario del Tesoro en el gobierno de Trump es muy evidente en la evolución de los tipos de interés de largo plazo. El tipo del bono del Tesoro a 10 años en EE. UU. ha subido desde que Trump llegó al poder, mientras que el de Alemania, y más significativamente los de Francia y el Reino Unido, considerados países problemáticos, apenas se han movido. La evolución de los tipos de largo plazo es todavía más sorprendente si pensamos que la Reserva Federal ha bajado su tipo de intervención medio punto durante el periodo. No es frecuente ver subir los tipos largos mientras que el Banco Centra relaja

su política monetaria. El problema de fondo es la delicada situación fiscal en EE. UU., que acabará el año con un déficit público cercano al 7 %, algo insólito con pleno empleo y crecimiento sólido, pero que es un suma y sigue, el deterioro de las cuentas públicas no ha sido cosa de un año, ni de cuatro, Estados Unidos no ha conseguido cuadrar su saldo de ingresos gastos en todo el S. XXI, y su endeudamiento, que a principios de siglo suponía el 50 % de su renta anual ahora es de más del 120 %, en la Eurozona en el mismo periodo hemos pasado del 68 % al 88 %. La política fiscal debe tener en cuenta, además, que Estados Unidos se financia gracias a la confianza del resto del mundo, y eso es frágil, como

aprendió el gobierno británico de Liz Truss en 2022.

El Sr. Bessent es fiscalmente muy conservador, pero su jefe no lo sabemos, y tres meses después de las elecciones seguimos sin saberlo. Las bajadas de impuestos que sigue prometiendo exceden, y con mucho, la capacidad de reducir costes demostrada hasta ahora por Elon Musk y sus jóvenes promesas. Mientras los que debemos comprar la deuda de Estados Unidos no nos aclaremos es difícil que veamos una reducción de los tipos de largo plazo, y si las dudas se disipan en la dirección equivocada quizás lo que veamos sean subidas importantes.

Tres meses de Trump. Variación del tipo a 10 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



➤ **Renta Variable**

Tres meses de Trump, índices

La mayor sorpresa financiera de los primeros meses de la administración Trump ha sido la evolución de los mercados fuera de Estados Unidos.

Los mercados emergentes han recuperado toda su caída inicial y entre los desarrollados solo Japón lo hace peor que EE. UU.

El índice de la Eurozona multiplica por cuatro la rentabilidad de EE. UU., sin que haya un único evento que permita explicar ese comportamiento.

Hace menos de dos años tuvimos un

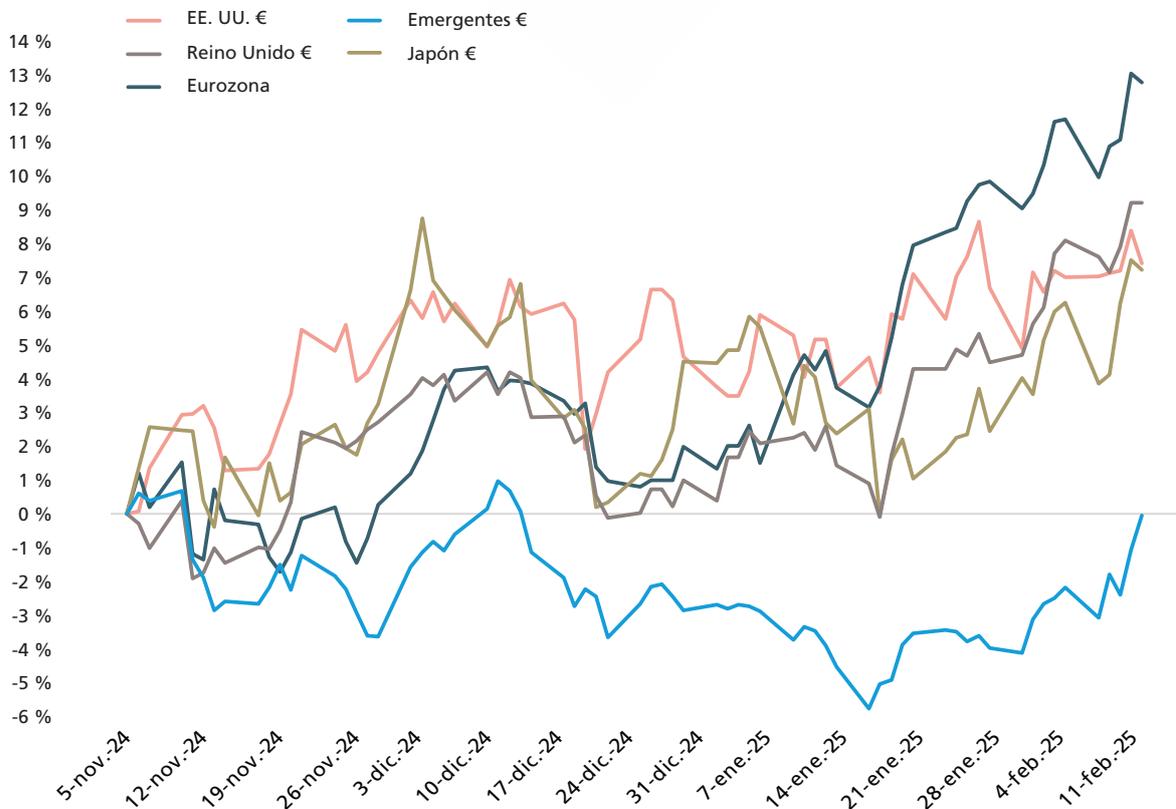
episodio similar. Entre el final de septiembre de 2022 y marzo de 2023 el índice en Europa dobló el comportamiento de EE. UU., pero con una gran diferencia respecto al episodio actual, en el primer episodio la mejora del índice europeo redujo la prima del índice de EE. UU. del 50 % al 40 %, y en el episodio actual la prima se ha reducido del 75 % al 55 %, es decir que incluso después de tres meses de mucho mejor comportamiento la bolsa de la Eurozona está más barata (en relativo a EE. UU.) que en 2022.

Se nos olvida que aunque entre 2023 y 2024 el índice de EE. UU. ha subido un

70 % el beneficio solo lo ha hecho un 15 %, el resto ha sido encarecimiento, justificado por un mayor crecimiento de los beneficios.

La confianza de los inversores en la capacidad de las empresas de EE. UU. para mantener un ritmo de crecimiento de los beneficios muy superior al del resto del mundo se ha erosionado por los dos lados, decepción en los resultados de las 7 magníficas y sorpresas positivas en los resultados en Europa. Al episodio actual le puede quedar recorrido.

Tres meses de Trump. Cambio en la capitalización de los Índices Bursátiles



Fuente: Bloomberg y elaboración propia