

# DIRECTRIUS

Estratègia d'Inversió



**MARÇ 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**

- Trump 2.0: La revolució que no havia demanat ningú
- Alemanya, *whatever it takes* 2.0

➤ **Renda Fixa**

- De la divergència a la convergència per motius inesperats

➤ **Renda Variable**

- MEGA: *Make Europe Great Again*

## Entorn de mercats

### Trump 2.0: La revolució que no havia demanat ningú

L'administració Trump està redefinint l'economia moderna: la volatilitat política ha superat els fonamentals com a motor del pessimisme dels consumidors. Al febrer, tant el sentiment dels consumidors com el consum van registrar la caiguda mensual més important des del 2021, fins i tot si tenim en compte factors estacionals com ara el fred extrem o els incendis que hi va haver a Califòrnia. El detonant no és climàtic, sinó polític: l'arrel d'aquest desànim és en tres fronts interconnectats: aranzels improvisats, retòrica geopolítica agressiva i una incertesa constant que es filtra en cada decisió de despesa. Una de les conseqüències directes del primer factor són les expectatives d'inflació a llarg termini més importants des del 1995, del 3,5 %. Aquesta dada no reflecteix la inflació actual, sinó una por psicològica alimentada pels aranzels imposats a Mèxic,

el Canadà i la Xina; sembla que l'aplicació d'aquests aranzels està atrapada en un bucle constant: s'anuncien, se suspenden, es reactiven i es congelen una vegada i una altra.

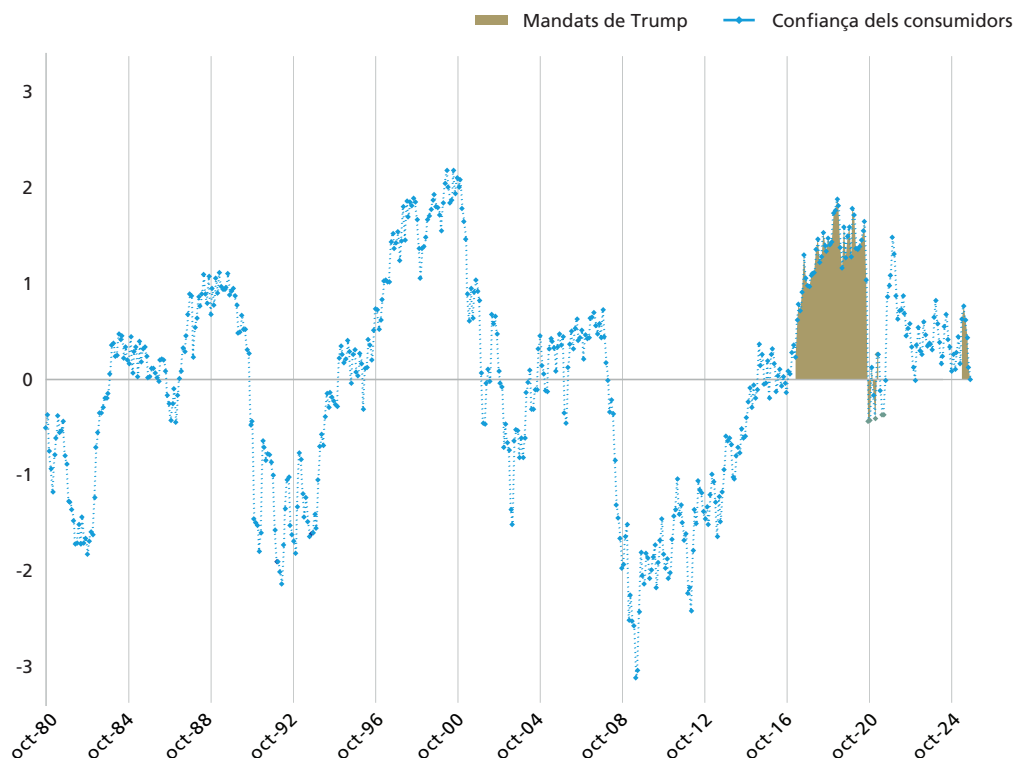
Aquesta volatilitat genera un cercle viciós que amenaça el motor principal de l'economia dels Estats Units: el consum. D'aquesta manera, s'activa la paradoxa de la profecia autoacomplerta: la por a preus més alts frena la despesa present, cosa que debilita la demanda, mentre que les empreses, anticipant aquesta caiguda, eleven els preus de forma preventiva per protegir els marges i compensar la possible pèrdua d'ingressos, i donen validesa a les previsions inflacionistes inicials. A més, es retroalimenta ampliant el divorci entre els indicadors objectius i la percepció ciutadana: amb l'atur en zona de mínims històrics, una de cada tres llars preveu un deteriorament del mercat laboral els sis pròxims mesos, mentre que menys de quatre de cada deu planeja marxar de vacances properament; en tots dos casos, les pitjors dades des del

2010, excloent la pandèmia. Molts votants van donar suport a Trump amb el seu primer mandat en el record i seduïts per la promesa d'un renovat MAGA (*Make America Great Again*) basat en noves retallades fiscals i més desregulació. No ho van fer pas per iniciar cap revolució econòmica que desafii els pilars del sistema multilateral vigent des del 1945, posant en risc, a més, les relacions amb aliats estratègics com Europa o la veïna Canadà.

Els fonaments del creixement econòmic nord-americà continuen sent sòlids, però la desacceleració podria no començar a les fàbriques ni en el crèdit, sinó en una cosa molt més quotidiana: el carret de la compra.

Ni consumidors, ni inversors, ni nosaltres mateixos no esperàvem que Trump es convertís en un revolucionari. I la veritat és que a ningú no li agraden els revolucionaris quan el que està en joc és l'estabilitat econòmica.

### Cicle electoral i confiança dels consumidors



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

## Entorn de mercats

### Alemanya: *whatever it takes* 2.0

"Europa es forja en les crisis, i serà la suma de les solucions que s'aportin a aquestes crisis", va advertir Jean Monnet.

Estem davant de l'inici d'una nova era: de l'austeritat com a dogma a la inversió estratègica com a pilar de sobirania. Aquest paquet fiscal reconfigura l'arquitectura financera d'Europa, i fusiona el rearmament militar amb la modernització industrial en un moviment sense precedents des de la reunificació, i en línia amb el pla Draghi, del qual hem parlat moltes vegades.

L'acord CDU/CSU-SPD introdueix tres pilars clau: 1) Exempció de la despesa en defensa superior a l'1 % del PIB del límit constitucional de deute (ampliant el marge de finançament a 65 € bn/any); 2) Fons extraordinari d'infraestructures de 500 bn (50 € bn/any fins al 2034); 3) Flexibilització del sostre de dèficit estructural a Länder (0 % - 0,35 % PIB)

que allibera 15 € bn anuals addicionals. En total, parlem d'un pla que suposa una inversió, la dècada vinent, equivalent al 33 % del PIB alemany el 2024.

Alemanya afronta aquesta expansió fiscal des d'una posició privilegiada respecte de la resta de països. El deute germànic amb prou feines supera el 60 % del PIB, considerablement inferior a la mitjana europea i molt per sota de països com els EUA, França, Itàlia i el Japó. Per posar-ho en context: per assolir el nivell d'endeutament americà, Alemanya podria arribar a gastar 2,5 bilions addicionals, molt més del que s'ha anunciat.

El doble xoc que han patit sectors estratègics com l'automoció (afectada pel dieselgate i la transició cap a vehicles elèctrics) i l'energia (copejada per la guerra d'Ucraïna), obligava Alemanya –i Europa en general– a reinventar-se. En aquest context, la inversió en infraestructura i defensa encara agafa més rellevància com a motor de creixement, mitigant la pèrdua

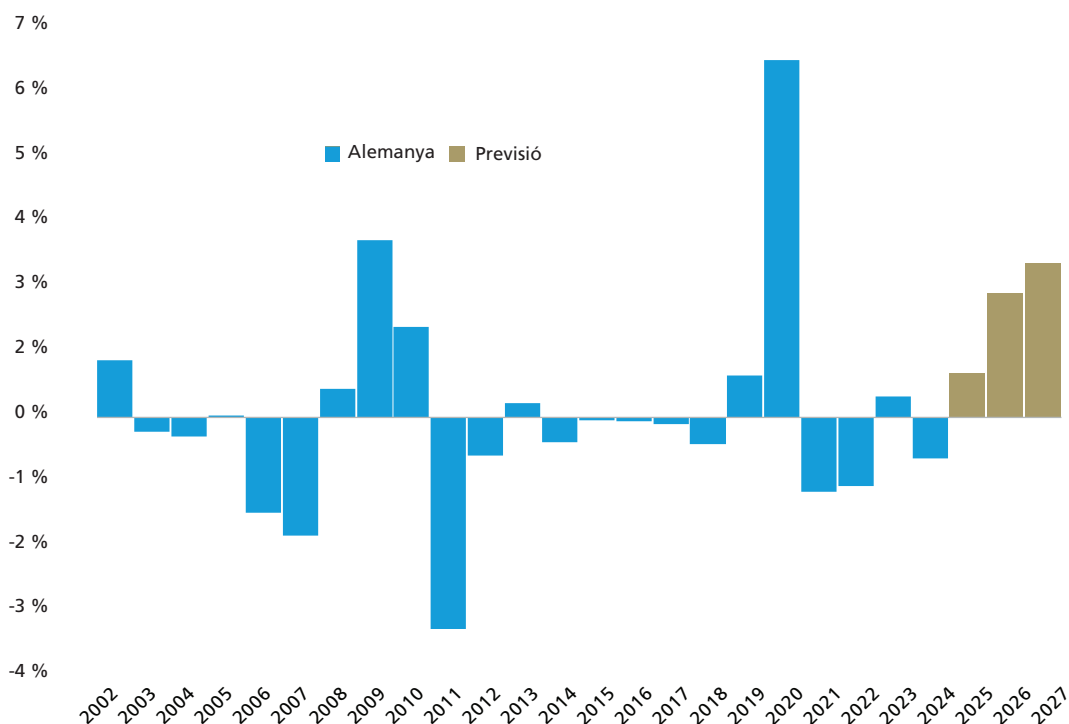
de competitivitat industrial i accelerant la transició cap a un model més sostenible i innovador.

A més, la inversió en defensa té un fort efecte multiplicador en l'economia. Tot i que inicialment cada euro invertit genera un retorn inferior a 1, a mitjà termini es pot duplicar, gràcies al desenvolupament de cadenes de subministrament, noves infraestructures i un ecosistema industrial enfortit. S'hi sumen les sinergies en R+D amb aplicacions civils en intel·ligència artificial, satèl·lits i ciberseguretat, consolidant un impuls estratègic de llarg termini.

Estem en un moment històric decisiu: aquesta expansió fiscal és un Draghi 2.0 geopolític, evocant el llegendari *whatever it takes* que el 2012 va salvar l'euro.

El seu èxit definirà el futur d'Europa lrd pròximes dècades.

### Impuls fiscal. Variació en el dèficit primari



Font: Bloomberg i elaboració pròpia



## ➤ Renda Fixa

### De la divergència a la convergència per motius inesperats

Esperàvem que les expectatives de retallades de tipus d'interès als Estats Units i Europa s'alineessin al llarg de l'any, ja que tots dos afronten nivells d'inflació molt similars i mercats laborals igualment sòlids. Tanmateix, aquest ajustament s'ha iniciat per causes inesperades.

A Europa, el Bund alemany a 10 anys va registrar la pujada diària més important des del 1990, després de l'anunci del nou pla fiscal a Alemanya. Aquest augment respon a l'augment projectat de l'endeutament, que va elevar el cost de finançament no només a Alemanya, sinó en tota la regió. Aquest moviment s'ha centrat en les implicacions fiscals i ha donat menys rellevància a l'efecte multiplicador que podria tenir una inversió més elevada sobre el creixement econòmic, així com la

capacitat fiscal alemanya per gestionar l'endeutament de forma eficient. En canvi, als Estats Units, les TIR han caigut a causa d'un *growth scare* motivat per dades econòmiques més dèbils del que s'esperava. Això passa malgrat que l'economia nord-americana conserva una solidesa estructural més enllà del soroll de l'efecte Trump. Tot i això, el mercat sembla que ignori el seu gran repte pendent: l'altíssim nivell d'endeutament nord-americà i el dèficit estructuralment desbocat, que hauria d'acabar impactant en la prima de risc del deute més aviat que tard, especialment prometent baixades impositives.

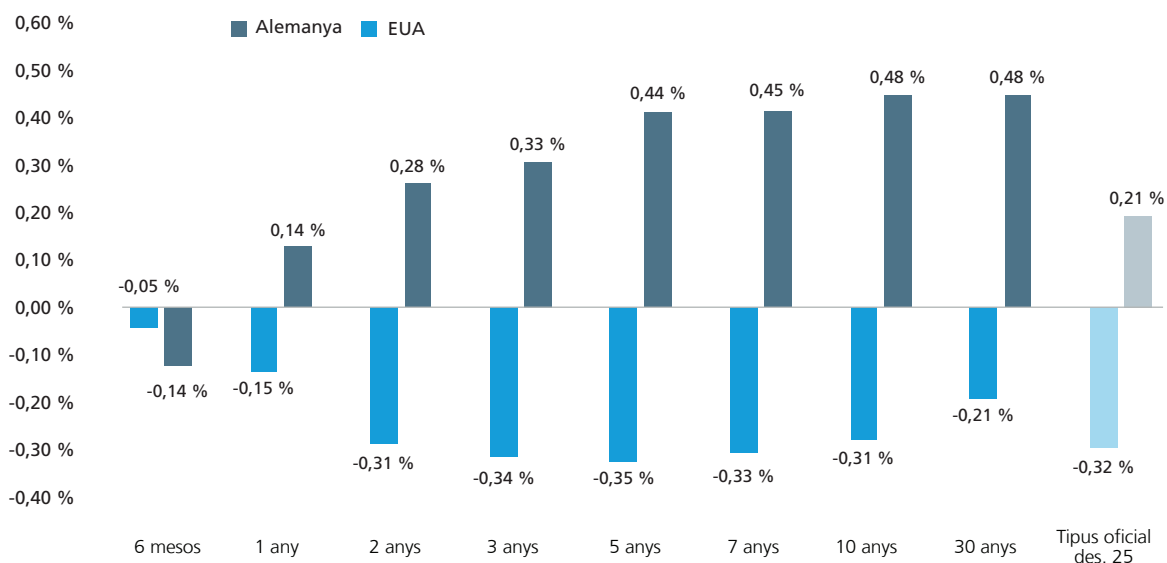
La conseqüència d'aquests moviments és que la divergència en les polítiques monetàries de la Fed i el BCE s'ha reduït. Ara el mercat anticipa una baixada de tipus menys a Europa, amb un tipus terminal esperat al 2 % per tancar l'any, mentre que als Estats Units projecta més d'una baixada

addicional a les que havia previst a començament d'any. En poques setmanes, la diferència entre les rebaixes de tipus esperades enguany en les dues economies ha passat de 4 (5 a Europa vs. 1 als EUA) a només una (4 i 3, respectivament).

Aquests canvis també han tingut repercussions als mercats de divises. L'euro, impulsat per la pujada en les TIR europees i l'optimisme cap a la seva economia, va registrar la millor setmana des del 2009 respecte al dòlar, que tenia una sobrevaloració enorme.

En un escenari tan incert, tant els bancs centrals com nosaltres tenim una visibilitat nul·la sobre la trajectòria de les seves polítiques monetàries. Tot i que la direcció a la baixa en els tipus d'interès es manté, la intensitat i la velocitat dels ajustaments es definiran de manera gradual, pas a pas.

### Variació TIR deute sobirà EUA i Alemanya el 2025 A la dreta, en degradat, tipus oficial esperat



Font: Bloomberg i elaboració pròpia

## ➤ Renda Variable

### MEGA: Make Europe Great Again

Amb el benefici de la perspectiva, és fascinant observar com les intuïcions inicials sobre els mercats poden ser tan errònies.

Al començament del Trump 2.0, la narrativa era clara: aprofitar el Trump Trade en sectors com l'energia, als EUA, i evitar Europa pel risc d'aranzels. Però aquella eufòria inicial s'ha esfumat. El cas de Tesla ho il·lustra a la perfecció: després de duplicar el seu valor, després de les eleccions, per la suposada proximitat entre Musk i Trump, en poques setmanes ha perdut tot el que havia guanyat.

És paradoxal que el seu inici de mandat hagi coincidit amb el ressorgiment de la borsa europea. Amb el segon millor començament d'any de la seva història, s'encamina cap al millor trimestre en termes relatius, als Estats Units, l'última dècada.

L'origen d'aquest moviment és en les expectatives. Durant mesos, hem assenyalat el pessimisme excessiu que

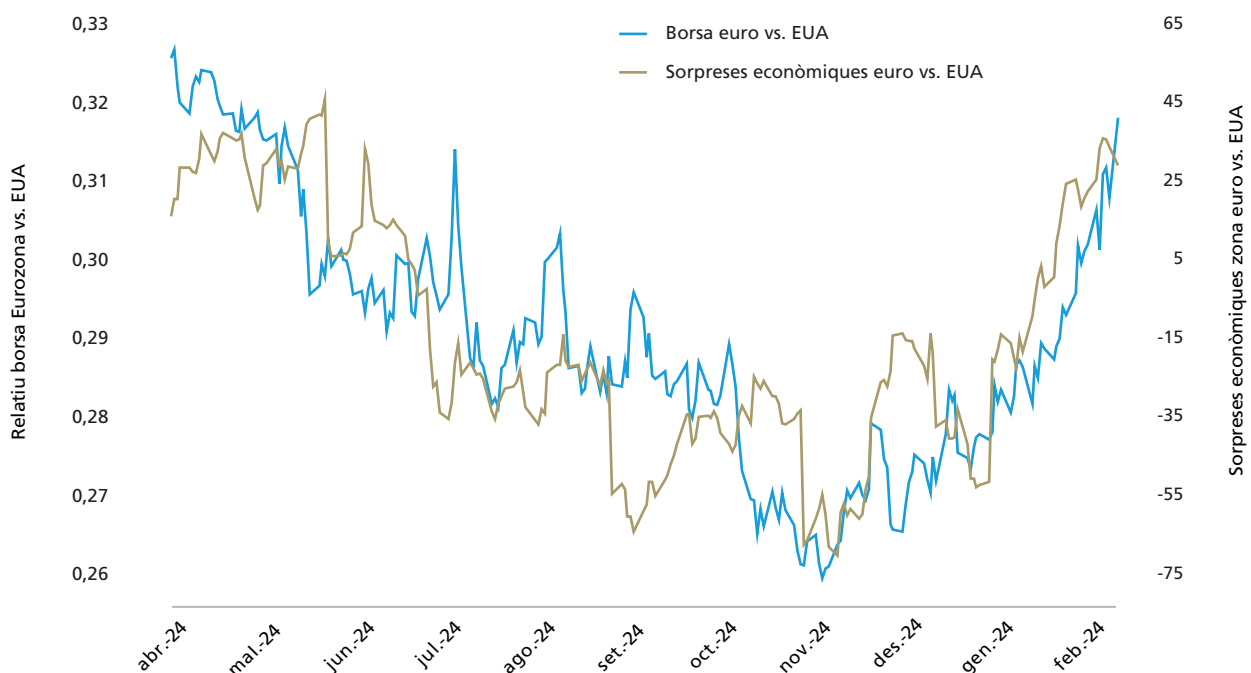
envoltava el Vell Continent, reflectit en el posicionament extremadament baix dels inversors. Tot i això, les dades econòmiques van començar a sorprendre de manera positiva, mentre que als EUA passava el contrari, amb unes expectatives tan elevades que es feien difícils de complir. Cada nova dada reforçava aquesta reversió, i atreia fluxos cap a la borsa europea i accelerava el moviment alcista. El sector defensa encapçala els guanys, impulsat per les perspectives d'inversió en un context geopolític incert. Rheinmetall emergeix com la Nvidia d'Europa, i capitalitza l'augment de la despesa militar, semblant al paper de Nvidia amb la IA als EUA. D'altra banda, els bancs europeus han estat un actor més discret, però igualment rellevant. Han vist com els beneficis augmentaven encara més que les cotitzacions, gràcies a l'impacte de la positivització de la corba de tipus d'interès, que ha millorat els seus marges financers.

Tot i aquest ral·li europeu, el relatiu històric continua sent molt favorable a la borsa nord-americana. Europa continua cotitzant

amb un descompte significatiu davant dels Estats Units, per sobre de la mitjana històrica i de manera generalitzada en tots els sectors. Això suggereix que el mercat europeu encara presenta oportunitats interessants a llarg termini.

Amb tot, hi ha una lliçó clau que no hem d'oblidar: perseguir el mercat poques vegades dona bons resultats. Casos recents, com el de les renovables i el de la intel·ligència artificial, han demostrat que quan les expectatives freguen la perfecció, qualsevol realitat, per bona que sigui, sempre queda curta. La clau per invertir a Europa no és pujar al carro de les accions més populars, sinó mantenir carteres diversificades i equilibrades que es beneficiïn del potencial a llarg termini d'una regió que, ara sí, sembla que comença a tancar la bretxa amb el mercat nord-americà.

### Relatiu EUA vs. Eurozona en Borsa i sorpreses econòmiques



Font: Bloomberg i elaboració pròpia