

1. Entorn macroeconòmic

1.1. Entorn global

Elevada incertesa en política comercial. Igual que el mes anterior, durant les darreres setmanes s'ha tornat a veure la imposició i posterior ajust d'aranzels sobre Mèxic i Canadà. Aquesta vegada, els aranzels del 25 % van entrar en vigor el 3 de març, encara que 48 hores després es van ajustar per excloure'n la major part dels productes. Aquests recalibratges són propis de la política de l'administració actual i reflecteixen la seva preocupació davant de mesures impopulars que generen perjudicis econòmics i impactes adversos en els mercats financers. Pel que fa a la Xina, els aranzels van augmentar del 10 % al 20 %, i la Xina va anunciar noves mesures de represàlia centrades en els productes agrícoles nord-americans.

Geopolíticament, el conflicte a Ucraïna ha centrat l'atenció. Després d'una tensa reunió entre Trump i membres del seu gabinet amb el president ucraïnès Zelenski, els Estats Units han pausat els enviaments d'ajuda militar al país, així com la provisió d'intel·ligència militar, exceptuant aquella amb finalitats defensives. La Unió Europea ha mostrat una predisposició més gran a donar suport a Ucraïna, i la Comissió Europea ha presentat una proposta per flexibilitzar les regles fiscals amb l'objectiu de permetre un increment de la despesa en defensa i la creació d'un fons comú destinat a aquest propòsit. En conjunt, totes dues mesures impliquen un augment de la despesa de fins a 800.000 milions d'euros els anys vinents.

A Alemanya, el líder de la CDU i previsible futur canceller, Merz, ha proposat un canvi en l'enfocament de la política fiscal per permetre una despesa més gran en defensa i en infraestructures. En concret, es planteja excloure part de la despesa en defensa del mecanisme d'austeritat fiscal del país (conegut com a fre fiscal, la reforma del qual també s'està estudiant) i, a més, crear un fons de fins a 500.000 milions d'euros destinat a la millora de les infraestructures. Si s'aprovés, aquest pla suposaria un important estímul fiscal, que hauria de donar suport a l'economia en el seu procés d'adopció de les reformes estructurals necessàries per impulsar-ne la productivitat.

1.2. Entorn econòmic

Als Estats Units, les dades d'activitat mostren una certa debilitat i els preus mantenen el seu dinamisme. Així, els indicadors de confiança s'han moderat, encara que els de confiança empresarial continuen en nivells compatibles amb l'expansió econòmica.

Pel que fa als preus, el component de preus pagats de l'ISM manufacturer va repuntar marcadament fins al seu nivell més elevat des del juny del 2022, mentre que les expectatives d'inflació dels consumidors van augmentar més del que s'esperava i es mantenen en nivells elevats.

A la zona euro, la revisió de les dades del PIB ha estat positiva. Amb això, el creixement interanual del PIB el quart trimestre del 2024 va ser de l'1,2 % enfront del 0,9 % estimat anteriorment, fet que suposa una certa acceleració (tercer trimestre del 2024: 1,0 %). Les dades d'inflació van mostrar una moderació més baixa de l'esperada pel consens, tant en el cas de la taxa general (2,4 %; gener del 2025: 2,5 %) com en el de la subjacent (2,6 %; gener del 2025: 2,7 %).

Espanya manté una bona evolució, confirmada en la creació d'ocupació, positiva al febrer, encara que inferior a la del febrer d'anys anteriors. La inflació, però, va repuntar una dècima fins al 3,0 % interanual (gener del 2025: 2,9 %), malgrat la moderació de la taxa subjacent fins al 2,1 % (gener del 2025: 2,4 %). Els preus immobiliaris corresponents al quart trimestre del 2024 van mostrar una forta acceleració de l'increment interanual fins a l'11,3 % (tercer trimestre del 2024: 8,1 %), el ritme d'augment més alt des del segon trimestre del 2007.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2025
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, oct-24)
Estats Units	PIB (% interanual)	2,5	2,7	3,2	2,3
	IPC (% interanual)	2,8	2,7	3,2	3,0
	Taxa d'atur (%)	4,1	4,2	3,9	4,1
Zona euro	PIB (% interanual)	1,2	1,0	0,2	0,8
	IPC (% interanual)	2,3	2,2	2,6	2,4
	Taxa d'atur (%)	6,2	6,2	6,5	6,5
Espanya	PIB (% interanual)	3,5	3,5	2,3	2,1
	IPC (% interanual)	2,2	2,4	3,5	1,9
	Taxa d'atur (%)	10,6	11,2	11,8	11,2

Font: Bloomberg i FMI.

2. Mercats de renda fixa, divises i matèries primeres

2.1. Bancs centrals

En la reunió del 6 de març, el BCE va retallar els tipus d'interès de referència en 25 punts bàsics, tal com descomptaven els mercats financers. Amb això, el BCE va deixar el tipus de dipòsit en el 2,50 % i va portar la retallada acumulada fins als 150 punts bàsics des de mitjan 2024 i els màxims del cicle monetari. El comunicat va incloure una referència al fet que “la política monetària s'està tornant notablement menys restrictiva”, cosa que s'interpreta com una voluntat més baixa de mantenir l'actual ritme de retallades.

La pròxima reunió del BCE tindrà lloc el 17 d'abril, i el mercat atorga una probabilitat inferior al 50 % a una nova retallada del tipus rector, que només es descompta plenament de cara a la reunió del juny. Durant el 2025, el BCE continuarà reduint el seu balanç, fet que suposarà un drenatge de la liquiditat del sistema.

La Fed no va celebrar cap reunió durant l'últim mes, tot i que la publicació de les actes de la reunió del 29 de gener va mostrar cert consens que els riscos sobre l'ocupació i els preus estaven equilibrats, si bé alguns participants van expressar la seva preocupació pels riscos associats a la inflació, que també podria veure's afectada pels desenvolupaments en les polítiques comercial i migratòria de l'administració Trump.

La pròxima reunió de la Fed tindrà lloc el 19 de març, i el mercat no preveu cap acció sobre els tipus d'interès de referència.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
19-mar	Reunió de la Fed	No es preveu cap acció sobre el tipus rector
Abril	Publicació WEO	Actualització de les perspectives macroeconòmiques de l'FMI
17-abr	Reunió del BCE	Incertesa sobre una possible retallada del tipus rector

2.2. Renda fixa

El deute sobirà mostra comportaments divergents a banda i banda de l'Atlàntic. Així, la corba de deute alemany va experimentar un fort i sobtat desplaçament a l'alça a causa de la previsible expansió fiscal més gran a Alemanya i a la UE, que donarà lloc a més endeutament i que pot contribuir a millorar les perspectives de creixement a mitjà i llarg termini. En canvi, un cert pessimisme sobre la trajectòria de creixement als Estats Units, atesa l'elevada incertesa i l'impacte dels aranzels anunciats, ha llastat la rendibilitat de la referència americana. Amb això, el diferencial entre les dues referències ha caigut des de nivells superiors a 200 punts bàsics vigents a mitjan febrer fins a nivells per sota dels 140 punts bàsics. Tal com passa, la reunió del BCE no va tenir un impacte substancial sobre els mercats de renda fixa.

Amb tot, el bo nord-americà a 10 anys ha cotitzat per sota del 4,30 %, enfront de nivells propers al 4,50 % vigents a mitjan febrer, mentre que el Bund alemany a 10 anys cotitza prop del 2,90 %, fet que suposa un fort repunt des de nivells inferiors al 2,40 % en què es trobava a finals de febrer. De fet, coincidint amb la notícia del gir fiscal proposat per Merz, la rendibilitat del deute alemany va tenir el seu repunt més gran (de fins a 29 punts bàsics) en una sola sessió des del 1990, en plena reunificació del país.

Pel que fa a les primes de risc sobirà, cal destacar que, malgrat el fort desplaçament de la referència alemanya, aquestes s'han mantingut relativament contingudes. En el cas de França, el soroll polític més baix i l'aprovació del pressupost per al 2025 al febrer han permès una lleugera compressió de la prima de risc sobirà.

2.3 Divises i matèries primers

L'euro s'ha apreciat de manera significativa respecte al dòlar nord-americà. Tot i l'increment de la incertesa i la volatilitat, que haurien d'actuar com un suport per al dòlar, el gir fiscal a Alemanya i les perspectives d'un impuls més gran en defensa en l'àmbit de la UE han permès una marcada apreciació de l'euro respecte al dòlar. Amb això, la divisa única ha assolit els 1,09 dòlars per euro, el seu nivell més alt des de les eleccions nord-americanes a principis de novembre del 2024, enfront dels 1,05 dòlars vigents a mitjan febrer.

El petroli Brent ha retrocedit fins a nivells propers als 70 dòlars per barril, enfront dels 75 dòlars per barril vigents al febrer i nivells superiors als 80 dòlars per barril al gener. La caiguda del preu s'explica per l'augment de l'oferta procedent dels països del grup OPEP+ (format pels països de l'OPEP i altres grans exportadors com ara Rússia, Mèxic i Kazakhstan, entre d'altres) en un context de temors sobre desacceleració de l'activitat als Estats Units. L'oferta de Trump d'iniciar negociacions sobre les aspiracions nuclears de l'Iran va ser rebutjada pel règim de Teheran, cosa que pot constituir un suport al preu a curt termini.

Taula 3. Evolució dels mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

	Darrera dada	Fa 1 mes		Fa 3 mesos		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
BCE - Tipus de refinançament (%)	2,65	2,90	-25,0	3,40	-75,0	4,50	-185,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,50	2,75	-25,0	3,25	-75,0	4,00	-150,0
Euribor 3 mesos (%)	2,43	2,52	-9,0	2,85	-42,6	3,93	-150,2
Euribor 12 mesos (%)	2,42	2,44	-2,8	2,47	-5,8	3,75	-133,4
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,18	2,18	-0,3	2,05	12,7	2,92	-74,4
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2,79	2,56	23,6	2,31	48,7	2,45	34,3
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,35	2,39	-4,5	2,27	8,3	3,09	-73,8
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,42	3,18	24,4	3,01	41,6	3,25	17,2
Espanya: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	62,9	62,1	0,8	70,0	-7,1	80,0	-17,1
França: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	67,80	73,20	-5,4	81,20	-13,4	43,70	24,1
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	111,10	108,40	2,7	117,00	-5,9	125,40	-14,3
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	4,25	4,25	0,0	4,25	0,0	5,25	-100,0
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	4,50	4,50	0,0	4,50	0,0	5,50	-100,0
Estats Units: Bo 2 anys (%)	4,05	4,27	-21,5	4,32	-26,4	4,68	-63,1
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,29	4,53	-23,8	4,56	-26,8	4,29	0,2
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i>	55,61	51,79	3,8	56,74	-1,1	52,22	3,4
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i>	303,02	281,40	21,6	310,89	-787,1	301,12	1,9
Dòlars per euro	1,090	1,041	4,73%	1,036	5,21%	1,086	0,35%
Lliures esterlines per euro	0,841	0,828	1,52%	0,828	1,48%	0,853	-1,51%
lens per euro	163,3	157,9	3,40%	163,4	-0,06%	163,9	-0,38%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	103,6	107,2	-3,30%	108,4	-4,40%	103,8	-0,17%
Brent (dòlars per barril)	70,5	76,0	-7,31%	72,9	-3,29%	87,4	-19,34%
Or (dòlars per unça)	3039,6	2933,4	3,62%	2594,0	17,18%	2157,6	40,88%

Font: Bloomberg.

3. Mercats de renda variable

Després dels dos primers mesos de l'any i en un context d'elevada incertesa en la política comercial, crida l'atenció el millor comportament relatiu d'Europa en comparació amb els Estats Units. En el cas nord-americà, l'economia està notant la pressió del moment cíclic en què es troba, sumat al temor que la política aranzelària acabi afectant negativament l'activitat econòmica. A més, els alts preus assolits a la borsa, especialment en el sector tecnològic, han revifat el debat sobre la sostenibilitat del seu creixement.

Europa, en canvi, partia de valoracions més moderades, amb expectatives de creixement limitades, cosa que ha afavorit un rebot impulsat pel retorn de fluxos d'inversió, tot i que aquest moviment encara es troba en una fase molt inicial.

Pel que fa a la Xina, ha copat l'atenció de molts inversors, ja que les seves carteres estaven molt infraponderades en aquesta regió a causa de l'impacte previst dels aranzels i la guerra comercial amb els Estats Units. De moment, les tensions entre els dos països no han augmentat excessivament, cosa que s'ha interpretat com un ambient molt més relaxat que durant l'anterior legislatura de Trump. Això ha permès augmentar lleugerament l'exposició a la regió. Des del 2022, el diferencial entre l'evolució de les 7 Magnífiques nord-americanes i l'índex Hang Seng ha estat ampli i recurrent a favor de les *megacaps* dels Estats Units. L'avantatge d'aquestes companyies en la cursa tecnològica, especialment pel que fa a la intel·ligència artificial (IA), ha provocat que aquest diferencial s'incrementés al llarg dels trimestres, fins que la Xina va aportar dades sobre els seus avenços en el desenvolupament de la IA (DeepSeek).

En el capítol de resultats empresarials, la publicació dels resultats de tancament del 2024 ha tingut un balanç positiu en el context global, amb les companyies americanes mostrant un comportament menys favorable que les europees. A escala global, gran part dels gestors de fons d'inversió es troben en nivells baixos de liquiditat, apostant per la bona evolució de la renda variable i l'augment l'apetència pel risc.

Taula 4. Evolució dels mercats de renda variable

	Darrera dada	Fa 1 mes		Fa 3 mesos		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	5494,22	5461,17	0,61%	4879,00	12,61%	5007,92	9,71%
IBEX 35 (Espanya)	13365,30	12929,40	3,37%	11439,90	16,83%	10701,40	24,89%
DAX (Alemanya)	23302,50	22433,63	3,87%	19969,86	16,69%	17987,49	29,55%
CAC (França)	8149,80	8110,54	0,48%	7294,37	11,73%	8201,05	-0,62%
FTSE MIB (Itàlia)	39633,77	38348,16	3,35%	33787,00	17,30%	34262,36	15,68%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	41581,31	44627,59	-6,83%	42342,24	-1,80%	39110,76	6,32%
S&P 500 (Estats Units)	5614,66	6144,15	-8,62%	5867,08	-4,30%	5178,51	8,42%
NASDAQ (Estats Units)	19483,36	22175,60	-12,14%	21110,51	-7,71%	18032,21	8,05%
Russell 2000 (Estats Units)	2049,94	2282,46	-10,19%	2221,50	-7,72%	2035,71	0,70%
Nikkei 225 (Japó)	37751,88	39164,61	-3,61%	38813,58	-2,74%	40003,60	-5,63%
Hang Seng (Hong Kong)	9163,67	8463,10	8,28%	7152,13	28,13%	5780,21	58,54%

Font: Bloomberg.

Taula 5. Evolució sectorial dels principals índexs de renda variable

IBEX 35 (Espanya)		EUROSTOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estats Units)	
Information Technology	41,6%	Consumer Staples	10,8%	Health Care	-1,4%
Financials	9,1%	Financials	9,6%	Real Estate	-2,2%
Communication Services	7,8%	Materials	8,6%	Utilities	-2,5%
Utilities	6,4%	Utilities	7,5%	Consumer Staples	-2,7%
Materials	5,1%	Industrials	3,3%	Energy	-4,9%
Consumer Staples	4,4%	Communication Services	1,8%	Materials	-5,0%
Industrials	1,0%	Energy	0,6%	Industrials	-5,0%
Health Care	-0,1%	Health Care	-0,1%	Financials	-7,5%
Real Estate	-4,6%	Consumer Discretionary	-5,9%	Communication Services	-9,0%
Consumer Discretionary	-7,7%	Information Technology	-7,1%	Consumer Discretionary	-11,9%
Energy	-8,1%			Information Technology	-12,5%

Font: Bloomberg.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquest efecte de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adaptin millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. Tots els drets reservats.