

Incertesa política a Europa: Implicacions estratègiques, econòmiques i financeres

En dos minuts

- Europa es troba en una cruïlla. Des del punt de vista econòmic, les vulnerabilitats se centren en una dependència exterior elevada i la manca de competitivitat als sectors d'alta tecnologia. Geopolíticament, l'allunyament dels Estats Units i la irrupció de la Xina situen la Unió Europea a la recerca del seu espai estratègic.
- Les eleccions presidencials de França a l'abril del 2027 suposen un augment de la incertesa política en un entorn polític fragmentat i marcat per l'augment de la popularitat de M. Le Pen. A Alemanya, la impopularitat del canceller Merz i l'ascens d'Alternativa per Alemanya (AfD) en comicis regionals suposen factors incertesa política.
- Aquest entorn és poc procliu, a nivell domèstic, per adoptar les reformes estructurals i programes de consolidació fiscal necessàries (a França). A nivell europeu, suposa un repte per a diverses iniciatives de coordinació europea que requereixen l'impuls dels Estats. La immigració guanya centralitat política de forma generalitzada i posa en relleu les dificultats en la construcció europea.

1. Europa en l'actual context global

Europa (definida ja sigui per la UE o per la zona euro) s'enfronta a un entorn global complex en diverses dimensions, amb importants tendències econòmiques i geopolítiques de fons que interactuen i tenen conseqüències a curt i mitjà termini per a la situació econòmica i financera del bloc.

1.1. Reptes estructurals: Entorn econòmic y geopolític

L'economia europea s'enfronta a un repte de competitivitat substancial, tal com van posar de relleu els informes Draghi i Letta. Aquestes diferències són atribuïbles a la feble posició competitiva de la UE en els sectors d'alta tecnologia, fet que limita la seva capacitat d'innovació, també llastrada per un mercat de capitals encara fragmentat i un marc regulador i de competència complex. Tot plegat suposa un repte en termes de la sostenibilitat del model econòmic i social propi de la Unió Europea, que també es troba exposada a dependències externes (subministraments, energia, ...) que en limiten la capacitat estratègica. L'actual Comissió Europea ha adoptat les recomanacions d'aquests informes al seu programa de treball i els ha concretat a la coneguda com a "Brúixola per a la Competitivitat".

Des del punt de vista geopolític, la UE ha perdut pes específic en els darrers anys en un context marcat per la menor globalització –comercial, financera i cultural– i la retirada estratègica dels Estats Units, que, sota les presidències de Trump, ha retirat la seva protecció implícita i ha deixat d'actuar com un soci fiable. Aquesta rellevància geoestratègica més reduïda s'ha concretat en exemples com: (i) l'acceptació d'un tractat comercial amb els Estats Units molt asimètric en termes de concessions; (ii) la no-participació en les negociacions de pau entre Rússia i Ucraïna promogudes pels Estats Units; i (iii) la voluntat expressada de forma repetida pels Estats Units d'annexionar-se Groenlàndia, malgrat les protestes per part de Dinamarca i de la UE i al si de l'OTAN.

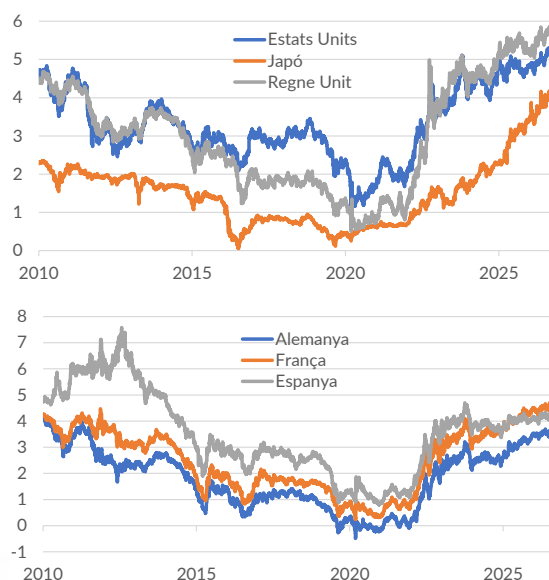
1.2. Reptes conjunturals: Entorn financer i de mercats

Les rendibilitats del deute sobirà estan repuntant de forma generalitzada a partir de, entre d'altres:

- L'augment de la inflació provocat per l'increment del preu del petroli arran del conflicte a l'Orient Mitjà i a Rússia-Ucraïna.
- Les perspectives més grans d'augment dels tipus d'interès per part dels bancs centrals que, en el cas del BCE, ja s'han concretat a les reunions de juny i setembre de 2026.
- El focus creixent en la fiscalitat, és a dir, en la situació dels comptes públics dels països, castigats per creixents demandes sobre els recursos públics, l'ascens d'opcions polítiques populistes i de costos de finançament més elevats. Tot això ha contribuït a un desplaçament a l'aça dels tipus d'interès del deute sobirà, també als trams més llargs, fins a nivells màxims, ja sigui de diversos anys o fins i tot històrics.
- Un fort augment de les emissions de deute privat en alguns sectors i especialment per part de les grans empreses tecnològiques dels Estats Units, que capten finançament en dòlars, però també en altres divises com l'euro.

La canviament estructura dels mercats financers, especialment els de renda fixa, provoca moviments més abruptes. D'una banda, la pràctica desaparició dels bancs centrals com a compradors (a través de programes de compra de deute sobirà com els *quantitative easing*) i una estabilització de l'interès d'inversors internacionals ha eliminat una font de demanda relativament estable i ha propiciat un paper més gran dels fons d'inversió, més sensibles al preu de l'actiu. Aquest factor també afavoreix l'aparició de primes als preus dels actius financers, incloent-hi les primes de risc sobirà, que poden viure un augment del grau de discriminació per països. D'altra banda, la generalització del *trading* algorítmic i d'estratègies basades en regles de rendibilitat-risc han donat lloc a una reducció de la liquiditat del mercat i a l'ampliació de moviments inicials a través de vendes forçoses (ja sigui per requisits de l'estratègia d'inversió o per "trucades de marge").

Gràfic 1. Rendibilitat del bo sobirà a 30 anys (%)



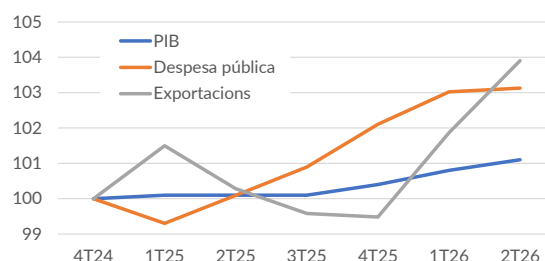
Font: Bloomberg.

L'economia europea també s'ha d'enfrontar a l'apreciació de l'euro contra el dòlar estatunidenc, tant estructuralment com conjunturalment. Estructuralment, l'euro es pot veure pressionat a l'alça pel caràcter arbitrari i heterodox de les polítiques dels Estats Units sota Trump, que generen menys confiança en els actius dels Estats Units i poden reduir-ne l'interès inversor internacional. Això contribuiria a l'objectiu, més o menys explícit, de l'administració Trump d'afavorir una reducció del seu ús internacional i la consegüent depreciació, amb l'objectiu de donar suport a les exportacions i al sector manufacturer del país. Des del punt de vista conjuntural, el pas cap a una política menys acomodaticia per part del BCE en la lluita contra la inflació, especialment en relació amb altres grans bancs centrals com la Fed, recolza el diferencial de tipus a favor de la zona euro i, amb això, la cotització de l'euro.

2. Alemanya: Creixent solidesa econòmica i feblesa de la coalició de govern

El creixement econòmic s'ha recuperat arran d'un augment de la despesa pública i el 2026 de les exportacions (gràfic 2). Així, l'economia alemanya ha encadenat tres trimestres consecutius creixent a ritmes del 0,3% trimestral o superiors i ha abandonat els creixements negatius i propers a zero propis de l'era post-Covid. En els darrers trimestres, el govern ha accelerat l'augment de la despesa i la inversió públiques possibilitats per l'aixecament del fre fiscal constitucional i que es destina als sectors d'infraestructures, sostenibilitat i defensa. Amb això, el 2026, el govern està complint els seus objectius d'expansió fiscal al contrari del que va passar el 2025.

Gràfic 2. Creixement del PIB alemany i d'alguns dels seus components (4T24 = 100)



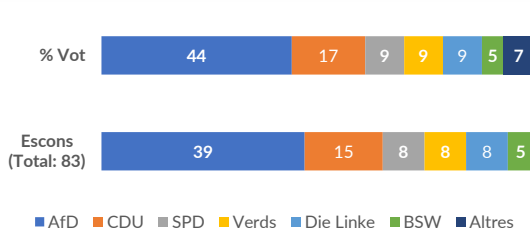
Fuente: Oficina estadística de Alemania.

La coalició de govern està formada pels dos grans partits de centre, liderada pels demòcrata-cristians de la CDU/CSU i el partit socialista (SPD). La coalició ha viscut alguns moments de tensió, especialment després de la remodelació d'urgència provocada per la dimissió del ministre de Salut i discrepàncies creixents entre els seus membres sobre les causes i solucions del mal acompliment econòmic del país els últims anys.

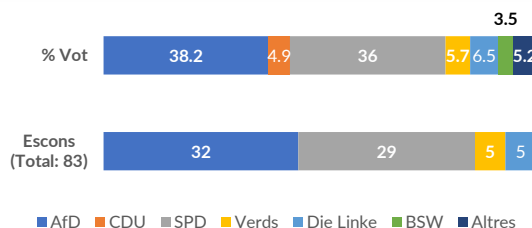
Les eleccions regionals confirmen la mala situació de la CDU, el partit del canceller Merz.

- **A Saxònia-Anhalt, el partit d'extrema-dreta, Alternativa per Alemanya (AfD) es va convertir en la primera força política** (gràfic 3), superant les perspectives de les enquestes electorals prèvies. Tot i que el partit no va aconseguir la majoria absoluta, la formació de govern suposa un repte per la necessària coordinació de la resta de partits, inclòs el partit d'extrema-esquerra BSW, per evitar un possible acord amb AfD i el trencament del que fins ara ha estat un cordó sanitari a la política del país.
- **A Mecklemburg-Pomerània Occidental, AfD també el va imposar i la CDU no va aconseguir entrar al Parlament**, el seu pitjor resultat des de la Segona Guerra Mundial (gràfic 4). Tot i que AfD es va convertir en la primera força del Land, la resistència de l'SPD i dels partits a la seva esquerra (Die Linke i els Verds), facilitarà la formació d'una coalició de govern.
- **A Berlín, el descontentament es va canalitzar a un fort augment del vot i la victòria del partit d'esquerres, Die Linke**, i una nova reculada de la CDU i de l'SPD, que van perdre més d'un terç dels escons.

Gràfic 3. Resultat de les eleccions regionals a Saxònia-Anhalt



Gràfic 4. Resultat de les eleccions regionals a Mecklemburg-Pomerània Occidental



Font: Elaboració pròpia.

Tot i els mals resultats, el canceller Merz ha descartat la seva dimissió assenyalant que compta amb el suport dels líders de la CDU i de l'altre partit de la coalició, l'SPD. Merz es beneficia de l'absència de líders que busquin qüestionar obertament el seu lideratge i, en qualsevol cas, fins i tot en cas d'una eventual dimissió, això no hauria de suposar un canvi substancial en les polítiques econòmiques i fiscals adoptades per l'actual govern.

Des del punt de vista econòmic, l'economia mostra senyals incipients d'un dinamisme més gran, tal com queda reflectit en els principals indicadors de confiança empresarial (ISM i ZEW), que donen senyals de millora tant en la valoració de la situació, com en la de les perspectives. També s'observen millores en els indicadors coincidents d'activitat, com ara la producció industrial i les vendes al detall, tot i que continuen en nivells relativament febles. Així, a l'entorn polític, **la incertesa política i l'auge de partits com AfD suposen una vulnerabilitat**, ja que poden posar en perill la implementació del pla d'inversió i augment de la despesa pública i provocar noves tensions als mercats de deute públic a llarg termini.

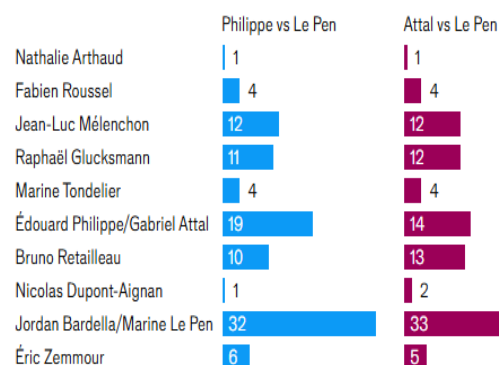
3. França: Davant les eleccions presidencials d'abril del 2027

França celebra eleccions presidencials l'abril del 2027. La líder del partit d'extrema-dreta, M. Le Pen, podrà finalment presentar-se als comicis després de la reducció de la condemna per malversació de fons públics que li impedia ocupar càrrecs públics. En canvi, l'actual president, E. Macron, no es podrà presentar a les eleccions després d'haver complert el límit legal de dos mandats. Aquests factors han fet augmentar la incertesa política al país gal, que també s'ha vist impulsada per:

- i. La crisi dels partits tradicionals de centre i l'aparició d'un gran nombre de candidats, que incrementa la fragmentació política, especialment al centre.
- ii. L'ascens de les opcions populistes a banda i banda de l'espectre polític (Reagrupament Nacional amb Le Pen a la dreta i el Front d'Esquerres de J.L. Mélenchon a l'esquerra).

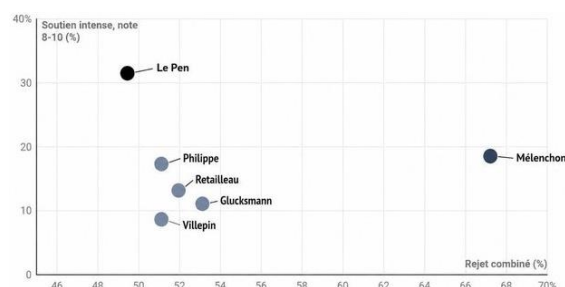
Les eleccions s'anticipen com un plebiscit sobre Le Pen i el seu partit, Reagrupament Nacional (RN). El sistema electoral francès es basa en un sistema de doble volta en cas que cap partit obtingui una majoria absoluta a la primera ronda. Les enquestes suggereixen que RN passaria a segona ronda i s'enfrontaria al candidat d'una coalició de centre que podria estar liderada per Gabriel Attal (del partit Renaixement d'E. Macron) o Édouard Philippe (del partit Unió per a un Moviment Popular). Tot i això, en funció de la fragmentació de l'espai de centre, també es podria imposar en primera ronda J.L. Mélenchon, de la candidatura d'esquerres. Tradicionalment, a la segona ronda i en cas d'avanç d'un candidat "extrem", els partits tradicionals prestaven el suport al candidat de "centre" amb més vots, afavorint la seva candidatura. No obstant això, a les eleccions del 2027, aquest mecanisme es pot veure's qüestionat per **la popularitat relativament elevada de Le Pen**, qui també presenta un índex de rebuig menor que el d'altres candidats (i molt menor que en el passat), tal com mostra el gràfic 6. Aquesta possibilitat seria especialment rellevant en cas que l'enfrontament a la segona ronda fos entre Le Pen i Mélenchon, un candidat que sí que genera un elevat rebuig.

Gràfic 5. Intenció de vot a la primera ronda de les eleccions presidencials



Font: Economist Intelligence Unit.

Gráfico 6. Recolzament (eix vertical) vs Rebuig (eix horitzontal) als candidats



Font: Le Grand Continent (Cluster 17).

En els darrers anys, l'elevada incertesa política i la paràlisi política han suposat un llast per a l'activitat del país. La fragmentació parlamentària i la manca d'acords transversals a totes les forces han limitat tant les mesures de consolidació fiscal com les mesures dirigides d'estímul i han cronificat certes inèrcies de la despesa pública. Una mostra han estat les dificultats per aprovar pressupostos públics que han suposat la caiguda successiva de diversos primers ministres: el país acumula fins a cinc primers ministres des del 2024. Des del punt de vista econòmic, l'entorn de menor globalització suposa un repte per a les grans empreses franceses, amb una elevada exposició internacional.

Gràfic 7. Prima de riesc del deute sobirà francès (p.b.)



Font: Bloomberg.

4. España: Inmigración en el foco político

La gran entrada d'immigrants a través de la frontera de Ceuta ha convertit la immigració en l'eix central del debat polític i social. A finals de juliol, s'estima que entre 50.000 i 80.000 immigrants van creuar la frontera espanyola procedents del Marroc i, malgrat que la gran majoria han tornat al Marroc i altres països d'origen, alguns (incloent-hi menors) romanen en territori de Ceuta. A nivell geopolític, l'esdeveniment situa Espanya contra el Marroc (per les seves ambicions sobre Ceuta i Melilla i tensions pel reconeixement del Sàhara Occidental), davant Israel (per les tensions pel reconeixement de Palestina) i davant els Estats Units (per les crítiques per la reduïda despesa en defensa i per no col·laborar en l'operació militar contra Iran).

L'esdeveniment de Ceuta va tenir lloc en un ambient ja polaritzat per la regularització massiva d'immigrants aprovada pel govern durant la primera meitat del 2026 i que ha estat sol·licitada, segons el govern, per prop de 1.175.000 persones. Amb això, el malestar i la protesta social s'han concretat en manifestacions i declaracions de suport a Ceuta i amb un to crític al govern més o menys explícit. Amb això i segons un informe de l'ONG More in Common, la immigració ha superat l'habitatge i la corrupció com el principal problema identificat pels espanyols.

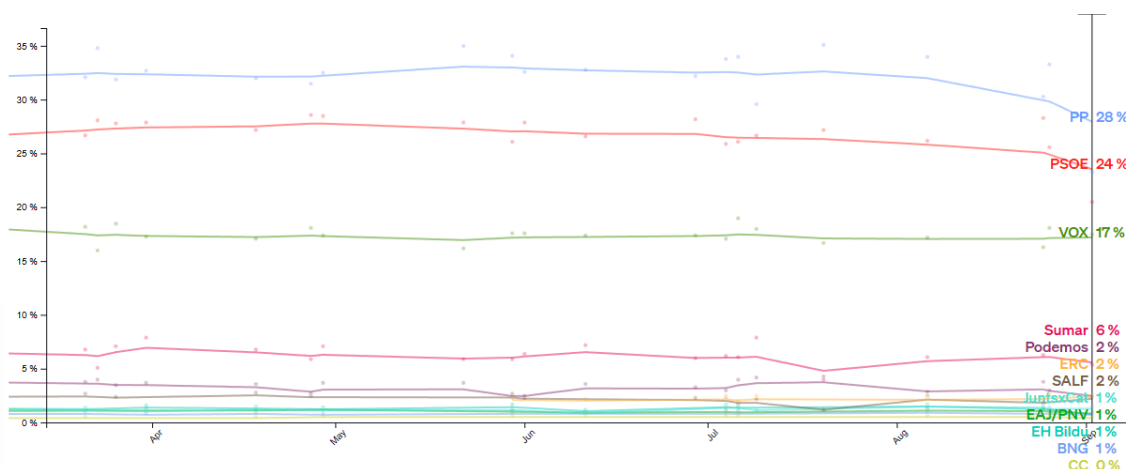
Les eleccions generals han de convocar-se el maig del 2027 i celebrar-se abans del 22 d'agost del 2027. Tot i algunes notícies sobre casos de presumpta corrupció que afecten membres del PSOE i les peticions per part de partits de l'oposició (fins i tot de la coalició d'investidura, com

Junts), el president del govern, P. Sánchez ha descartat reiteradament la convocatòria d'eleccions anticipades. A més a més, també s'ha posicionat com el candidat de PSOE els comicis. Tal com mostra el gràfic 8, **les darreres enquestes mostren un cert consens** en: (i) una victòria, encara que sense majoria absoluta del PP; (ii) certa resistència del PSOE; (iii) una forta pujada de Vox; i (iv) la caiguda de la intenció de vot als partits a l'esquerra del PSOE. Amb tot, l'escenari postelectoral més probable que es dibuixa és una victòria del PP, que necessitaria de Vox ja sigui per a una coalició d'investidura o per a la formació de govern.

La inestabilitat política és una de les principals vulnerabilitats de l'economia espanyola, que els darrers anys ha mantingut un ritme d'expansió sòlid i molt per sobre de la mitjana de la zona euro. A més a més, el país ha diversificat la base productiva i exportadora i ha creat ocupació reduint la taxa d'atur en un entorn de fort augment de la població. La feblesa de l'executiu s'ha concretat en les tensions dins de la coneguda com a coalició de govern (especialment amb Junts), que ha impedit aprovar els Pressupostos Generals dels Estats el 2024, 2025 i 2026. Tanmateix, i al contrari que en altres països, les pròrrogues pressupostàries i la favorable evolució econòmica han permès PIB. Els principals focus d'incertesa política a l'escenari actual provenen de:

- La data de celebració de les eleccions: Tot i que el president del Govern, P. Sánchez ho ha descartat, un avenç estratègic dels comicis sobre la base de desenvolupaments en la conjuntura política domèstica o global no resulta descartable.
- La possible aprovació de polítiques públiques com una eina política que puguin condicionar les perspectives fiscals en endavant.
- La incertesa sobre les polítiques d'un possible govern de coalició de PP i Vox, incloent-hi la voluntat expressada de revertir l'agenda política implementada per l'actual govern.

Gràfic 7. Enquestes electorals (%)



Font: Politico.

5. Implicacions i perspectives

L'estabilitat política i la capacitat dels executius d'adoptar reformes estructurals i de gestionar la política resultarà clau per a l'evolució econòmica. En els darrers anys, els dos països centrals de la UE i la zona euro han viscut una situació de relativa incertesa política. A França, per la incapacitat d'afrontar una consolidació fiscal necessària, mentre que a Alemanya el repte era la necessitat de reformes estructurals en un moment de debilitat econòmica estructural i d'una política fiscal que proveís un suport a curt termini, però que estava limitada per restriccions sobre l'evolució de la despesa. Tot i certs avenços (França ha aprovat els pressupostos públics i

Alemanya accelera la seva expansió fiscal), la situació política es mantindrà incerta. A França, les eleccions presidencials de l'abril del 2027 resultaran claus per a l'esdevenir polític del país, després de 10 anys de govern liberal i centrista d'E. Macron.

La incertesa i debilitat política dels executius a Alemanya, França i Espanya pot llastar el procés de construcció europea, tal com ha passat en altres moments històrics similars. En la mesura que els líders polítics han de gestionar la situació domèstica, es redueix l'energia i el capital polític destinat als projectes europeus. Els avenços poden ser menors que els esperats i desitjables en projectes, especialment aquells que requereixen una coordinació entre Estats o d'Estats amb la Comissió Europea com és el cas de la Unió d'Estalvi i Inversió o l'Estratègia de Mercat Únic, que cerca reduir les barres internes.

A nivell financer, l'expansió fiscal i la incertesa política provocada pels partits polítics de caire populista poden generar moviments a les primes de risc sobirà. Al contrari que en altres episodis anteriors, Alemanya és el país que afronta un augment més gran de la despesa fiscal i, en la mesura que actua com a referència per al càlcul de les primes de risc sobirà, això pot afavorir una tendència a la reducció aparent de les mateixes (per l'augment de les rendibilitats a Alemanya).

La immigració es mantindrà al centre del debat polític. En la mesura que bona part dels països europeus experimenten una caiguda natural de la població que llasta el seu creixement potencial, el debat sobre el model immigració a la UE continuarà obert i, dins dels països, es confirmarà com una clivella ideològica. D'altra banda, l'episodi de l'arribada massiva d'immigrants a Ceuta ha marcat un repte nou per a la construcció europea. L'esdeveniment va suposar un nou fracàs en la capacitat de donar una resposta unificada i coordinada, després que una gran majoria de països adoptessin una posició crítica i alguns, com Itàlia, fins i tot suspenguessin la lliure mobilitat de persones prevista sota l'acord de Schengen.

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. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

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 avís previ. 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 contractació dels productes, la realització de les operacions o la prestació dels serveis. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

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 un indicador fiable de possibles resultats futurs ni una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que ni l'evolució passada dels valors o instruments ni els resultats històrics de les inversions garanteixen l'evolució ni 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 pel Grup CAIXA ENGINYERS durant l'exercici econòmic, 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 qualsevol altra 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 honestat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès dels socis i sòcies i en favor de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiquin ni els socis i sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operativa 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 Crèdit. Tots els drets reservats.