

El què i el perquè dels moviments en els mercats financers

1. Què està passant en els mercats?

Els mercats de renda variable nord-americans experimenten una correcció. El moviment de caiguda va començar en alguns valors concrets (per exemple, Tesla va perdre més d'un 15 % del seu valor en la sessió del dilluns 10 de març), es va estendre a sectors com el tecnològic (per exemple, les 7 magnífiques van caure un 5,4 %) i va acabar afectant els valors amb més component cíclic i el conjunt de les borses (per exemple, S&P 500: -3,9%; Nasdaq: -4,0 %).

Aquesta correcció s'emmarca dins d'un ajust més generalitzat. A mesura que ha augmentat la incertesa política associada a Trump (política comercial, governança institucional, geopolítica, entre d'altres) i davant els temors que tinguin conseqüències reals sobre l'activitat econòmica a través de la inversió i el consum, els mercats han cotitzat un escenari menys favorable. Amb això, l'índex de volatilitat VIX va marcar un nou màxim del començament d'any ençà i la caiguda acumulada de l'S&P 500 des del seu pic després de les eleccions és del 8,6 %, el seu ajust més gran des del 2023. L'ajust de les conegudes com a 7 magnífiques, les grans tecnològiques que el 2024 van explicar el 45 % de l'evolució de l'índex de referència als Estats Units, ja ha assolit el -20 % des de desembre. Entre elles, Tesla ha arribat a registrar una caiguda superior al 50 % a causa d'informes de caigudes substancials de les seves vendes en alguns mercats.

El moviment de risk-off també va afectar els mercats de renda fixa. La corba de deute sobirà dels Estats Units va registrar el seu desplaçament més gran a la baixa des del moviment sobtat d'agost del 2024. Així, la referència a 10 anys va reduir el tipus d'interès en gairebé 9 punts bàsics, mentre que la referència a 2 anys va fer-ho en una mica més d'11 punts bàsics. Aquests moviments impliquen que el mercat assigna més probabilitat a possibles futures retallades del tipus rector per part de la Reserva Federal. La renda fixa corporativa no ha experimentat un contagi substancial, a diferència del mercat de cryptoactius, llastat per la decepció del fons de cryptoactius promès per Trump, amb unes característiques menys atractives que les esperades pel mercat.

Taula. Moviments en els principals mercats de renda variable

	Última dada	Fa 1 setmana		Fa 1 mes		Des de l'1 de gener	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	5401,84	5489,12	-1,59%	5405,65	-0,07%	4895,98	10,33%
IBEX 35 (Espanya)	12879,00	13214,00	-2,54%	12911,50	-0,25%	11595,00	11,07%
DAX (Alemanya)	22743,02	23081,03	-1,46%	22148,03	2,69%	19909,14	14,23%
CAC (França)	8052,20	8173,75	-1,49%	8042,19	0,12%	7380,74	9,10%
FTSE MIB (Itàlia)	38280,16	38519,40	-0,62%	37531,19	2,00%	34186,18	11,98%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	41433,48	42520,99	-2,56%	44368,56	-6,62%	42544,22	-2,61%
S&P 500 (Estats Units)	5572,07	5778,15	-3,57%	6051,97	-7,93%	5881,63	-5,26%
NASDAQ (Estats Units)	19376,96	20352,53	-4,79%	21719,26	-10,78%	21012,17	-7,78%
Russell 2000 (Estats Units)	2023,59	2079,53	-2,69%	2255,89	-10,30%	2230,16	-9,26%
Nikkei 225 (Japó)	36819,09	37418,24	-1,60%	38963,70	-5,50%	39894,54	-7,71%
Hang Seng (Hong Kong)	8682,13	8630,40	0,60%	8058,08	7,74%	7289,89	19,10%

Font: Bloomberg.

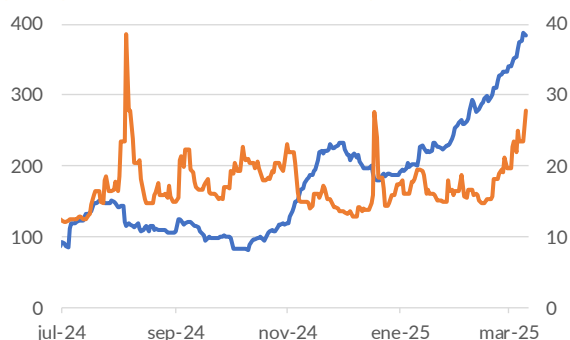
2. Explicacions conjunturals sobre el moviment

La incertesa generada per Trump, especialment en política comercial, és un factor esmentat. Els successius anuncis, retards i calibratges d'aranzels han contribuït a aquesta incertesa. En concret, des de l'accés al poder de Trump:

- Els aranzels a Canadà i Mèxic han seguit aquesta evolució: (1) anunciats amb una taxa del 25 %¹; (2) posposats fins al 4 de març després d'algunes concessions en matèria de migració i control fronterer; (3) implementats de manera efectiva a partir del 4 de març; i (4) recalibrats (en menys de 48 hores) per excloure, en el primer anunci, el sector de l'automòbil i, posteriorment, tots els béns que qualifiquen sota l'acord comercial USMCA (que són més de la meitat de les exportacions dels dos països als Estats Units).
- Els aranzels a la Xina han estat els següents: (1) anunciats amb una taxa del 10 % a partir del 4 de març; (2) recalibrats amb una taxa del 20 % a partir del 2 d'abril.
- Queden pendents de concretar els aranzels següents: (1) als productes procedents de la UE; (2) a l'acer i a l'alumini; i (3) als productes agrícoles.

Una bona part d'aquestes mesures ha estat subjecta als seus respectius anuncis de represàlies per part dels països afectats. Tot això s'afegeix a una elevada impredecibilitat en l'àmbit geopolític, com es va reflectir en la cimera entre el president d'Ucraïna, Zelenski, i alts membres de l'administració Trump, inclòs el mateix Trump i el seu vicepresident, Vance.

Gràfic. Índex d'incertesa política (blau) i de volatilitat de l'S&P (taronja)



Font: Bloomberg.

Els temors sobre la desacceleració de l'economia nord-americana. A més de l'efecte ben documentat que la incertesa pot provocar sobre la inversió i el consum, cosa que ha comportat un cert deteriorament de la confiança empresarial i dels consumidors, hi ha evidència que algunes empreses haurien accelerat les seves importacions per evitar els aranzels. Un altre factor que llasta l'economia serien les importants retallades de l'ocupació i la despesa pública proposades pel Departament d'Eficiència Governamental, coliderat per Elon Musk, i que ja s'han deixat sentir en dades d'alta freqüència relacionades amb el mercat laboral.

Una inflació més persistent del que s'anticipava (possiblement també associada a la incertesa i la voluntat d'evitar els aranzels) també condiona la mateixa Reserva Federal, limitant-ne la capacitat per reduir els tipus d'interès i forçant-la a adoptar una *guidance* més cautelosa. Tot plegat comporta una tensió de les condicions financeres. El secretari del Tresor, Bessent, i el mateix Trump han reconegut que és possible un període de "cert dolor" a mesura que s'implementa la seva agenda aranzelària.

Tesla exemplifica el possible impacte dels boicots. El propietari de Tesla, Elon Musk, s'ha posicionat explícitament amb l'actual administració Trump i, a més d'algun gest polèmic, ha mostrat el seu suport a partits i corrents polítics internacionals d'extrema dreta. El cas més significatiu va ser el seu suport al partit Alternativa per Alemanya en les recents

¹ L'excepció plantejada inicialment a aquests aranzels s'aplicava a les importacions de productes energètics procedents del Canadà, les quals estaven subjectes a una taxa del 10 %.

eleccions alemanyes. El febrer, les vendes de Tesla han registrat caigudes substancials a la majoria dels països europeus: Alemanya (-76 %), Itàlia (-55 %), Portugal (-53 %), Noruega (-48 %), Dinamarca (-48 %), Itàlia (-45 %), Suècia (-42 %), Països Baixos (-24 %) i Espanya (-10 %). Altres exemples de boicot han estat anunciats per governs i organitzacions locals a països com el Canadà per reduir les compres de béns nord-americans, fet que podria castigar les exportacions del país.

L'impacte de DeepSeek. L'anunci del model R1 d'intel·ligència artificial (IA) per part de l'empresa xinesa DeepSeek va suposar una disrupció en el mercat d'IA, alterant alguns dels supòsits, com el seu cost elevat (d'entrenament i de computació) i la necessitat de disposar dels xips d'última generació. DeepSeek altera les premisses que havien portat les valoracions d'algunes empreses com ara NVIDIA a màxims històrics i de les grans inversions, tant les realitzades com les programades, per part de les grans empreses tecnològiques que, en molts casos, havien adoptat estratègies centrades en el desenvolupament de les seves capacitats i models d'IA. Tot i l'ajust ocorregut la setmana de l'anunci de l'R1, el mercat encara està calibrant-ne l'impacte i traslladant-lo a les valoracions de les empreses.

3. Explicacions estructurals

Dos factors han permès una millora de les perspectives econòmiques a Europa i de la valoració de les empreses europees, que en anys anteriors havien estat valorades en múltiples notablement inferiors als seus homòlegs nord-americans. Davant aquest canvi de perspectives, els inversors podrien estar afavorint els actius europeus, incloses les borses europees, en detriment dels actius nord-americans.

- **Europa activa la despesa en defensa com a mesura d'independència estratègica.** Trump s'ha alineat amb posicions més properes a Rússia que a Ucraïna i ha mantingut un to crític amb l'OTAN i la UE, qüestionant la manca de despesa en defensa dels seus socis. Aquests factors expliquen la voluntat mostrada per la Comissió Europea de crear un paquet de defensa que podria mobilitzar fins a 800.000 milions d'euros i que suposa flexibilitzar les regles fiscals per facilitar una despesa més gran en defensa per part dels estats membres, a més de crear un fons comú de fins a 150.000 milions d'euros per finançar la despesa en inversió. La Comissió ha proposat que això també impliqui augmentar l'escala i dimensió de la indústria de defensa europea.
- **Alemanya ha proposat un gir en la seva estratègia fiscal.** La proposta consisteix a permetre excloure del mecanisme d'austeritat al voltant d'un 1 % del PIB per augmentar la despesa en defensa, a més de promoure un fons de fins a 500.000 milions d'euros per modernitzar les infraestructures del país. Si s'aprova aquesta mesura, suposaria un gir en una política d'austeritat seguida pel país teutó durant l'última dècada i que ha suposat un llast per a la inversió pública.

La visió transaccional de Trump pot marcar el final de l'excepcionalisme nord-americà. En les darreres dècades, el sistema geoeconòmic global ha estat marcat per la centralitat dels Estats Units (i la seva hegemonia des de la desintegració del bloc soviètic), que proveeix serveis de seguretat global a canvi de la seva centralitat i la de la seva divisa en el sistema financer global. Això permet als Estats Units tenir un dèficit comercial que suposa la provisió de dòlars al sistema financer global i que pot finançar de manera barata gràcies a la seva supremacia. Tot i això, la visió de l'actual administració és transaccional i

crítica amb els dèficits comercials i amb el rol de proveïdor de seguretat global, a més d'usar la seva centralitat amb un objectiu exclusivament orientat al benefici propi. Aquest canvi institucional representa un canvi tectònic, encara no materialitzat i definible com un risc de cua, que podria suposar la pèrdua de l'excepcionalitat americana que ha marcat les últimes dècades, amb conseqüències per a la canalització de l'estalvi global a través d'altres mercats.

4. El context: realitats i mites

L'economia nord-americana es desaccelera, però no entra en recessió. Alguns indicadors avançats apunten a una certa desacceleració de l'economia nord-americana, com el deteriorament en alguns índexs regionals de confiança (Dallas, Filadèlfia, Nova York) i de sentiment del consumidor, que reflecteixen un pessimisme més gran. No obstant això, altres indicadors continuen assenyalant la solidesa de l'expansió econòmica. Per exemple, la taxa d'atur és del 4,1 %, un nivell reduït des del punt de vista històric, i la confiança del sector serveis se situa en 52,8, per sobre de 50, el llindar que marca l'expansió econòmica.

Les últimes correccions en mercats són substancials, però dins del que és previsible. Les correccions en el mercat americà de renda variable tenen lloc en un entorn altament concentrat i que ha experimentat importants revaloracions en els darrers anys, fruit de l'expansió dels múltiples respecte als beneficis de les empreses. L'ajust recent suposa alinear les valoracions més a prop de nivells sostenibles i entra dins d'allò que es podria considerar habitual: els dos últims anys, el mercat ha registrat fins a set episodis amb caigudes de l'índex Nasdaq superiors al 5 %.

El dòlar nord-americà es deprecia, cosa que pot ser positiva. El dòlar nord-americà es manté com la clau central del sistema financer internacional, i la seva depreciació s'ha centrat en el seu encreuament enfront de l'euro, impulsat per l'expansió fiscal previsible a Alemanya i al conjunt de la UE. En qualsevol cas, cal tenir en compte que una depreciació del dòlar s'associa amb una relaxació de les condicions financeres globals (pel gran volum de deute existent en aquesta divisa), especialment per a les economies emergents.

5. Conclusió: cautela i paciència davant la incertesa

L'entorn actual és de gran incertesa econòmica, monetària, política i geopolítica, intensificat addicionalment per la volatilitat pròpia de l'administració Trump, caracteritzada per un gran nombre d'anuncis, recalibracions i girs de polítiques que la fan canviant i impredecible. **Aquesta incertesa provoca episodis de volatilitat en els mercats financers i, especialment, en els índexs borsaris nord-americans.**

La cautela i la prudència en les inversions guanyen importància en aquest context, mantenint el focus en la situació fonamental des d'una perspectiva econòmica i empresarial. En aquest sentit, moltes economies, i especialment la nord-americana, presenten fonaments sòlids basats en el creixement de la productivitat, la robustesa del mercat laboral i les ràtios d'endeutament privat molt controlades. Addicionalment, moltes empreses han millorat sensiblement en ràtios de rendibilitat, marges, eficiència o palanquejament financer.

La renda variable europea, la renda fixa corporativa i el deute públic europeu poden ser oportunitats d'inversió. Històricament, moments de pessimisme elevat en la comunitat inversora, a causa de l'alta volatilitat, han estat associats a la generació d'oportunitats d'inversió. Sense intentar endevinar el dia en què els mercats financers poden marcar mínims i oferir els millors preus d'entrada, es tracta de mantenir el focus en l'escenari global, caracteritzat per notícies adverses en les darreres sessions, però també per unes perspectives de futur i unes condicions i valoracions actuals. Altrament dit, aplicar a la inversió els principis de cautela i paciència mitjançant equilibri i diversificació en les carteres segons el nostre perfil inversor i horitzó temporal d'inversió.

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 als 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.