

Canvi de paradigma fiscal a Alemanya: implicacions per a la renda fixa i l'Euro

17 de març de 2025

El "whatever it takes" d'Alemanya i el ReArm d'Europa

Friedrich Merz, líder de la CDU, va anunciar el passat 4 de març, un històric paquet fiscal que redefineix la política econòmica d'Alemanya i estableix les bases per a una transformació estructural en l'Eurozona.

Aquest ambiciós pla, recolzat per la seva probable coalició amb l'SPD, s'articula entorn de tres pilars fonamentals:

1. Estableix una despesa il·limitada en defensa, permetent que el pressupost militar superi l'1% del PIB, la qual cosa equival a 45.000 milions d'euros anuals, amb l'objectiu de reforçar la seguretat nacional en un context geopolític cada vegada més tibant.
2. Contempla la creació d'un fons de 500.000 milions d'euros per a infraestructures, que es desplegarà al llarg de la dècada vinent per a modernitzar sectors estratègics com el transport, l'energia i la digitalització.
3. Un major marge d'endeutament per als estats federals, permetent-los augmentar el seu dèficit fins al 0,35% del PIB, la qual cosa facilitarà inversions regionals clau sense restriccions fiscals immediates.

Si aquest paquet s'executa íntegrament, l'estímul fiscal podria superar el bilíó d'euros, representant més del 2% del PIB alemany anual durant la dècada vinent.

Un dia després, el Consell Europeu va aprovar el ReArm Europe, un ambiciós pla de la Unió Europea per a enfortir la indústria de defensa i reduir la seva dependència militar.

El pla contempla una inversió de fins a 800.000 milions d'euros en diversos anys, combinant fons comunitaris, emissions de deute i contribucions nacionals.

Implicacions per al creixement i la inflació a l'Eurozona

Les implicacions d'aquestes mesures són profundes, tant a nivell de mercats com de política monetària, ja que Alemanya, tradicionalment defensora de la disciplina fiscal, ara lidera un canvi cap a una política més expansionista. Segons un estudi de Morgan Stanley, el PIB alemany podria créixer uns +40pb addicionals tant per a 2025 com per a 2026, traduint-se en un creixement interanual del 0,8% i 1,3%, respectivament. L'impacte a l'eurozona, estimen, seria més moderat, amb un impacte addicional de 10pb en 2025 i altres 20pb 2026, resultant en un creixement interanual de l'1% i 1,1%, respectivament. Així i tot, cal assenyalar que els riscos per al creixement europeu continuen sent significatius. Un aranzel del 10% dels EUA sobre productes de la UE

podria reduir el creixement entre 30pb i 60 pb, i l'enduriment de les condicions financeres també podria ser perjudicial, especialment fora d'Alemanya.

Quant a la inflació en l'Eurozona s'espera un impacte moderat de +10 pb en 2025 i 2026, amb la inflació general en 2,3% i 1,8%, respectivament. Per això, encara que la inflació continua estant per sota de l'objectiu del 2% del BCE en 2026, l'expectativa d'una caiguda més pronunciada, ha disminuït significativament.

En conseqüència, també ho ha fet el marge del BCE per a retallar tipus. De fet, l'endemà de l'anunci de Merz, el BCE va celebrar la seva última reunió de política monetària, en la qual, tal com s'esperava, va reduir els tipus d'interès en 25pb fins al 2,50%. No obstant això, l'organisme va mostrar cautela davant el nou paradigma fiscal alemany, va ajustar el seu discurs reconeixent un entorn d'elevada incertesa que requereix un "alt grau de vigilància" i una "forta dependència de les dades". A més, a diferència de la seva declaració de gener, el BCE va descriure la seva postura monetària actual com considerablement menys restrictiva, reforçant el reajustament en les expectatives sobre futures baixades de tipus. Com a prova d'això, **el mercat de futurs ara descompta només dues retallades de 25 pb**, enfront dels tres o fins i tot quatre que es preveien en setmanes anteriors.

Impacte en els mercats de renda fixa i en l'encreuament EUR/USD.

La reacció dels mercats a l'anunci alemany en el mercat de deute va ser immediata. La TIR del Bund a 10 anys es va disparar 30 punts bàsics en una sola sessió, marcant el major moviment diari des de la dècada de 1990 i tancant prop del 2,8%. Actualment, es situa en 2,9% (+50 pb respecte a la mitjana de febrer), acostant-se als màxims de 2023 i aconseguint el seu nivell més alt en 14 anys.

Rendimiento de la deuda de Alemania a 10 años

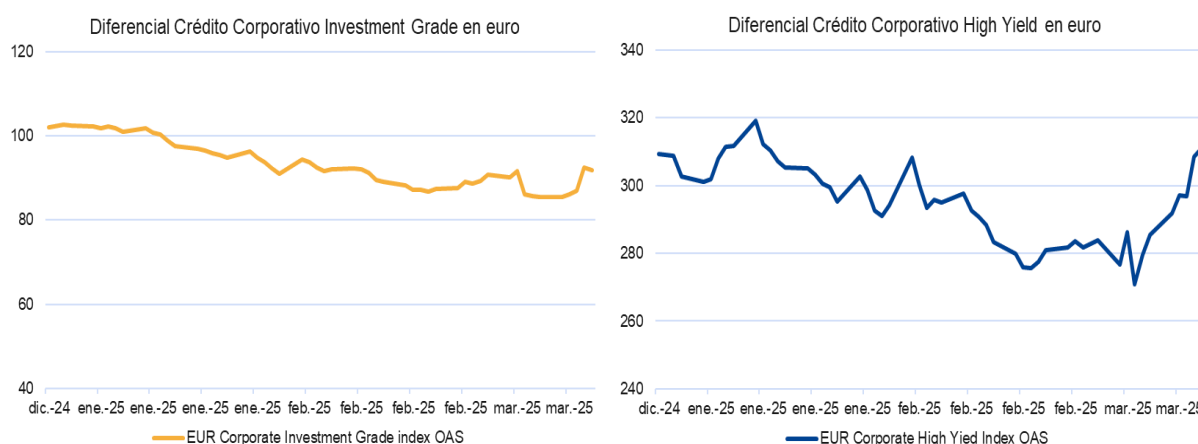


Font: Bloomberg.

Les pujades es van estendre al llarg de tota la corba de deute alemany, amb un impacte més pronunciat en els trams llargs, la qual cosa va provocar el seu alça. Aquest repunt en els rendiments respon tant a l'expectativa d'una major emissió de deute com a la millora en les perspectives de creixement a Europa.

Els rendiments dels bons governamentals en països perifèrics també han pujat, però ho han fet en menor mesura que a Alemanya, la qual cosa ha generat una *compressió de diferencials*. Això es deu al fet que part d'aquesta despesa serà finançat amb fons europeus i a l'expectativa que cap altre país de l'eurozona anunciï un paquet fiscal tan gran com el d'Alemanya.

En el mercat de crèdit corporatiu, els diferencials en els segments de major qualitat creditícia s'han mantingut relativament estables, però els de menor qualitat si han mostrat feblesa. Amb tot, els diferencials de grau d'inversió en euro segueixen per sota dels nivells registrats al començament d'any, mentre que en l'univers d'alt rendiment es situen pràcticament en el mateix nivell.

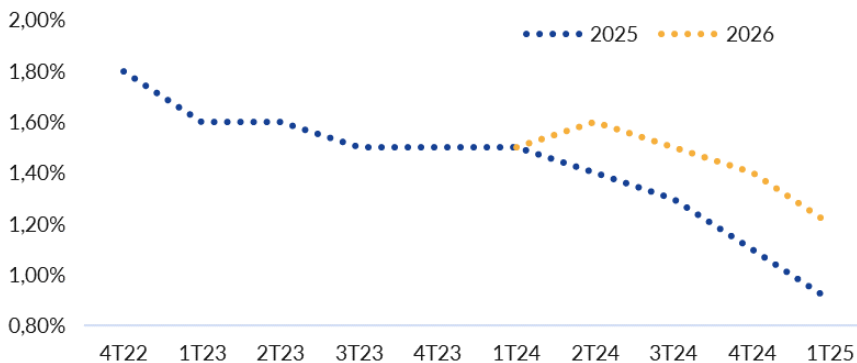


Font: Bloomberg.

El desplaçament a l'alça de les corbes sembla estructural, però existeixen riscos externs que limiten la seva continuïtat:

- Primer, malgrat que les previsions del BCE en l'última reunió mostren un ajust a l'alça de la inflació en el curt termini (del 2,1% al 2,3% en 2025), també mostren una nova revisió a la baixa de la trajectòria de creixement. Concretament, el BCE va rebaixar les seves previsions de creixement en l'Eurozona per a 2025 (de 1,1% a 0,9%) i en 2026 (de 1,4% a 1,2%) sobre la base de la desacceleració global i una menor demanda externa, amb un impacte negatiu del 0,6%.
- D'altra banda, l'economia dels EUA, que es pressuposava sòlida, comença a mostrar signes de desacceleració, amb dades d'activitat a la baixa, entre els quals destaca la caiguda de -2,8% del GDPNow de la Fed d'Atlanta per al PIB 1T24 (tan sols per sota en 2020).

Proyecciones del PIB de la Eurozona del BCE (%)



Font: Unicredit, BCE.

El tipus de canvi EUR/USD es troba actualment en 1,09, després d'un repunt significatiu des del 1,04 registrat fa dues setmanes, reflectint en gran manera l'impacte del canvi en la política fiscal alemanya. Aquest moviment sembla justificat pel reajustament d'expectatives entorn de les polítiques monetàries del BCE i la Reserva Federal dels EUA. Com mostra el gràfic posterior, el diferencial entre les retallades de tipus esperats en el que queda d'any per la Fed i el BCE es va tornar positiu la setmana passada, ja que el mercat anticipa ara 75 pb de retallades als EUA enfront de 50 pb en l'eurozona. No obstant això, creiem que serà difícil que l'encreuament superi el nivell 1,12 sense una divergència molt més significativa i sostinguda entre les polítiques monetàries i fiscals dels EUA i la UE. D'una banda, el diferencial tipus d'interès en nivell absolut continua sent superior als EUA, mentre que si la Fed retalla menys de l'esperat (possiblement només dues vegades en lloc de tres), el parell podria sofrir una correcció. D'altra banda, si el 2 d'abril Trump anuncia aranzels del 25% sobre les exportacions de l'eurozona als EUA, com ha anticipat, la divisa comunitària es veurà negativament afectada. Finalment, també hi ha factors tècnics que fan complicat que l'encreuament superi el nivell de 1,12, que ha estat una resistència clau en cicles de normalització monetària. Amb tot, donada la importància de l'estímul fiscal alemany, també veiem difícil una volta de l'encreuament per sota del 1,05 en el mig termini.

Cruce EUR/USD



Font: Bloomberg.

Posicionament de Caixa Enginyers Gestió

Malgrat la correcció vista en alguns actius de renda fixa, continuem sent positius per a aquesta classe d'actiu davant un escenari de moderat creixement econòmic, menor inflació i balanços empresarials sanejats. Si bé és cert que ha augmentat la volatilitat, *continuem gestionant activament el posicionament en durada* en les nostres posicions en renda fixa, amb el principal objectiu d'adaptar-nos als canvis de rumb que afegeix la geopolítica a l'evolució macroeconòmica. Després de les eleccions d'Alemanya celebrades al febrer, i davant l'expectativa que coalició CDU/SDP plantegés un impuls fiscal, es va reduir la durada de les carteres de renda fixa en relació als índexs de referència. Així, encara que no esperàvem un pla fiscal de tal envergadura i el repunt de les TIRs ha impactat negativament en els fons, l'ha fet en menor mesura en termes relatius. Posteriorment, en vistes a la magnitud del moviment i als nivells de rendiment aconseguits en les corbes en euro, hem adoptat un posicionament neutral o lleugerament llarg, situant la durada de les carteres entre 3,5 i 3,85 anys, on ens sentim més còmodes d'acord amb els diferents riscos. Considerem que, a diferència del que succeïa en 2022, la meritació o "carry" actual és atractiu en termes absoluts (per exemple, el Investment Grade europeu es troba al 3,3% vs 0,9% en el període 2015-2019 i 0,5% al tancament del 2021), i alhora ofereix una protecció davant majors desplaçaments de les corbes a l'alça i/o ampliacions de diferencials de crèdit.

Dit això, continuarem gestionant la durada de manera activa atès que és un dels vectors importants de rendibilitat dins de les estratègies de renda fixa, juntament amb la selecció d'emissors, buscant maximitzar el binomi risc/rendibilitat en tot moment, amb una cartera composta majoritàriament d'emissors amb alta qualitat creditícia.

Quant al posicionament en divises, hem estat cobrint l'exposició al dòlar en un rang de 1,07 a 1,04 en totes les carteres. Davant la recent volatilitat, en alguns vehicles hem ampliat lleugerament aquestes cobertures, i avaluarem reobrir gradualment l'exposició al dòlar quan el tipus de canvi s'acosti a 1,12. L'objectiu és optimitzar la gestió d'una possible apreciació de l'euro fins a aquest nivell, ja sigui aprofitant el moviment positivament en termes relatius, o bé mitigant el seu impacte negatiu.

DISCLAIMER

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, en la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix seguretat ni se'n responsabilitza.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte als quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes, en cap cas, constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o els instruments ni els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, la duplicació, la redistribució i/o la comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni tan sols citant-ne les fonts, llevat que es tingui el consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.