

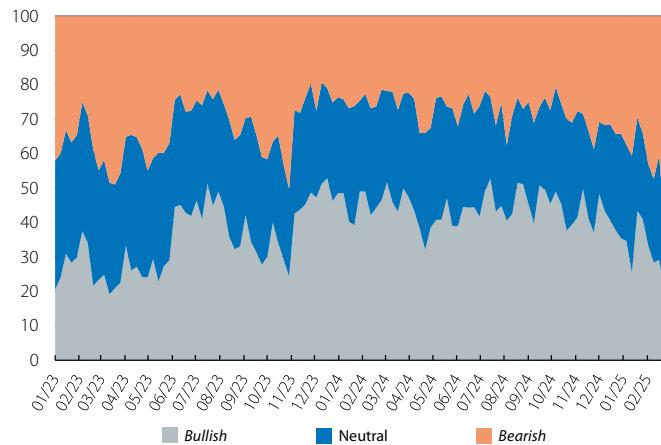
Elevada volatilidad en un nuevo entorno geopolítico

Cambio en el sentimiento inversor. El inicio de 2025 ha traído un cambio en el foco de los mercados financieros, que se afianzó en el último mes de febrero. Los inversores han desplazado su atención desde los bancos centrales, el principal *driver* de los mercados en 2024, hacia un entorno de elevado riesgo geopolítico, con el «efecto Trump» como catalizador clave. La incertidumbre derivada de su política comercial y los recortes de gasto en el Gobierno federal, que afectaron la confianza empresarial y de los consumidores (véase la [Coyuntura internacional](#)), comenzó a reforzar la narrativa de que el crecimiento de la economía de EE. UU. se moderará en los próximos trimestres y propició una rotación *risk-off* en los activos de riesgo estadounidenses a medida que el apetito por el riesgo fue disminuyendo. En la eurozona, los mercados navegan la incertidumbre comercial en medio de novedades en la guerra en Ucrania, que incluyen un cambio de postura por parte de EE. UU., una posible negociación para el fin del conflicto y una intensificación en la presión a la eurozona para aumentar el gasto de defensa, a la vez que Alemania celebró elecciones y entró en una nueva fase de negociaciones para formar gobierno. El panorama geopolítico pasa así a tomar protagonismo en los mercados financieros, y la elevada incertidumbre ha conllevado un aumento en la volatilidad.

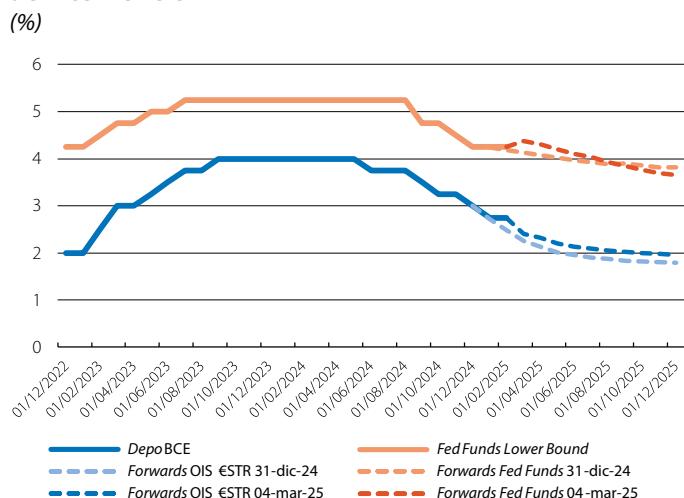
Los bancos centrales avanzan a diferentes ritmos. Febrero fue un mes de poca actividad de bancos centrales. La principal reunión fue la del Banco de Inglaterra, que recortó el tipo de interés de referencia al 4,50%, la tercera bajada de 25 p. b. desde agosto, y el Comité de política monetaria destacó el enfoque gradual en las futuras bajadas de tipos. Esta misma cautela es la que guía la estrategia de la Fed, como muestran las actas de su última reunión de enero, en la que los miembros del FOMC destacaron la elevada incertidumbre y el riesgo de una inflación más persistente. Factores como posibles cambios en políticas comerciales y migratorias fueron señalados como riesgos clave. Sin embargo, en las últimas sesiones del mes, los mercados han empezado a descontar la probabilidad de que la Fed prosiga con más bajadas de lo anticipado anteriormente si la actividad se debilitara, como sugieren los recientes indicadores de confianza. Del lado del BCE, las expectativas se mantienen en que el tipo *depo* alcanzará el 2% en verano, para mantenerse así a lo largo de la segunda mitad del año en torno a los niveles estimados como neutrales.

Los tipos de interés soberanos reflejan las incertidumbres económicas y políticas. En la eurozona, por un lado, las expectativas de un BCE más acomodaticio y el retraso de los aranceles a la UE por parte de Trump presionaron a la baja los rendimientos, pero, por otro lado, la creciente presión para aumentar el gasto en defensa sirvió como fuerza alcista. Así, las rentabilidades de la eurozona experimentaron movimientos de ida y vuelta en el mes para finalmente acabar con ligeras caídas. En EE. UU., el sentimiento de aversión al riesgo dirigió flujos hacia los *treasuries* como activo refugio, presionando a la baja las rentabilida-

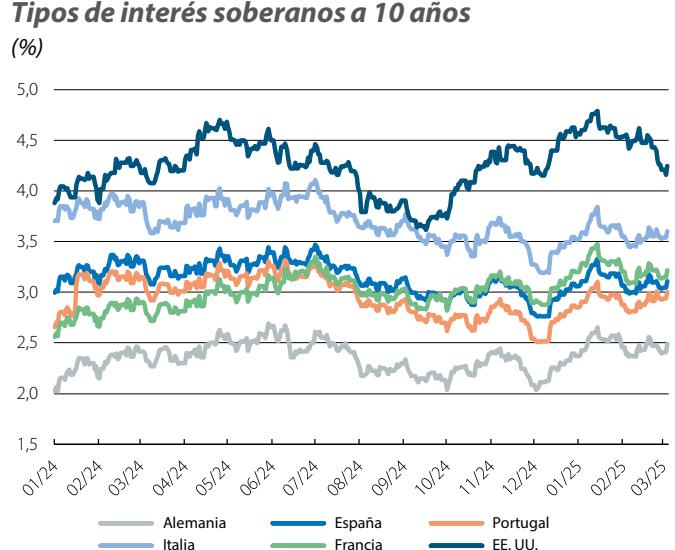
EE. UU.: sentimiento del mercado (% de inversores)



Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención (%)



Tipos de interés soberanos a 10 años (%)



des, que vieron caídas de hasta 30 p. b. en el tramo largo de la curva, impulsadas principalmente por la caída de los tipos reales (el tipo de interés nominal de un bono soberano puede descomponerse como la suma del tipo de interés real más la inflación esperada, *break-even inflation*). Esto sugiere que los mercados comienzan a descontar un entorno de menor crecimiento y mayor inflación, en el que todavía queda por esclarecer las futuras políticas fiscales y su efecto en el déficit y la deuda.

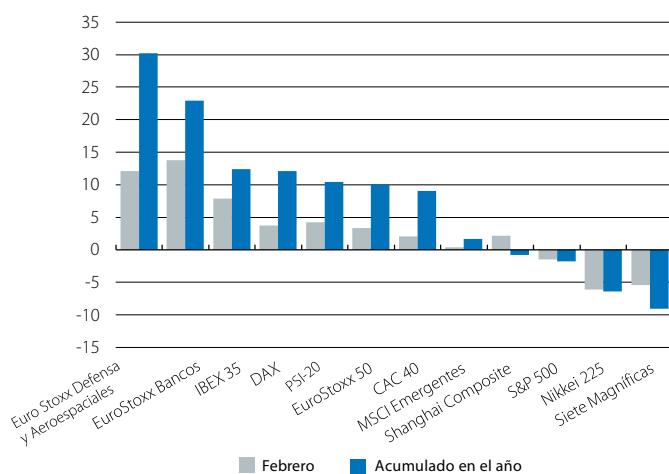
La renta fija europea surge como líder. En línea con el tono *risk-off* del mes, las bolsas estadounidenses cerraron febrero con pérdidas y, en el momento de esta publicación, ya habrían borrado por completo las ganancias del *rally* poselectoral. Por sectores, los de tecnología y consumo discrecional (ambos de naturaleza cíclica) han sido los de peor desempeño. En contraste, los principales índices de la eurozona han mostrado un desempeño muy superior, con ganancias superiores al 10% en el año para los principales índices bursátiles de la región. El mayor impulsor del repunte ha sido el sector de defensa (+30%), dado el nuevo contexto geopolítico, aunque también los bancos (+26%) han sido un catalizador tras una buena temporada de resultados. Además, el mejor desempeño de las bolsas europeas frente a las de EE. UU. se da en un contexto de elevadas valoraciones relativas en EE. UU., que hace a sus mercados más vulnerables a sorpresas macroeconómicas negativas. Mientras que, en la eurozona, donde las valoraciones habían estado deprimidas en relación con las de EE. UU., el margen de repunte es mayor.

El euro se fortalece. El euro cerró el mes con ganancias frente al dólar, llegando a cotizar cerca de 1,06 dólares, por encima de los 1,03 dólares observados a principios de febrero. El retraso de aranceles a la UE, un posible acuerdo en Ucrania y un deterioro en las perspectivas macro de EE. UU. han sido todas fuerzas apreciadoras para la divisa. También el yen se apreció frente al dólar ante mayores expectativas de que el Banco de Japón continúe subiendo los tipos de interés (la inflación repuntó en enero nuevamente). En sentido contrario, tanto el peso mexicano como el dólar canadiense se depreciaron a finales de mes tras la confirmación del presidente Trump de la reinstauración de los aranceles del 25% sobre las importaciones procedentes de ambos países.

El mes del oro. La incertidumbre arancelaria se ha trasladado también a los mercados de materias primas y ha provocado un repunte generalizado en los precios, además de que han incentivado las compras adelantadas, ejerciendo aún más presión al alza. El precio del oro, activo refugio por excelencia, ha repuntado notablemente y acumula ganancias de casi un 10% en el año, que se añaden a las ganancias de 2024, reflejo de la incertidumbre económica y geopolítica. Por otro lado, la energía se ha movido en sentido contrario. Los precios del gas natural han caído notablemente ante la expectativa de una resolución del conflicto en Ucrania y los precios del crudo, ante la incertidumbre de la ralentización de la demanda en EE. UU. Además, la OPEP y sus aliados confirmaron su propósito de comenzar a revertir los recortes de producción de petróleo a partir de abril, tras más de dos años de reducción de la oferta, ejerciendo presión a la baja en los precios.

Desempeño de índices bursátiles

(%)



Nota: Acumulado en el año hasta 04/03/2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Desempeño del dólar

Índice

(Dólares por euro)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Materias primas: precios

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2023	2024
Commodities	Índice	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
Energía	Índice	31,3	4,8	6,3	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	73,1	-4,8	-2,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	45,2	-15,1	-7,6	-57,6	51,1
Metales preciosos	Índice	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Oro	\$/onza	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
Metales industriales	Índice	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Aluminio	\$/Tm	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
Agricultura	Índice	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Precios a 28/02/2025.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.