

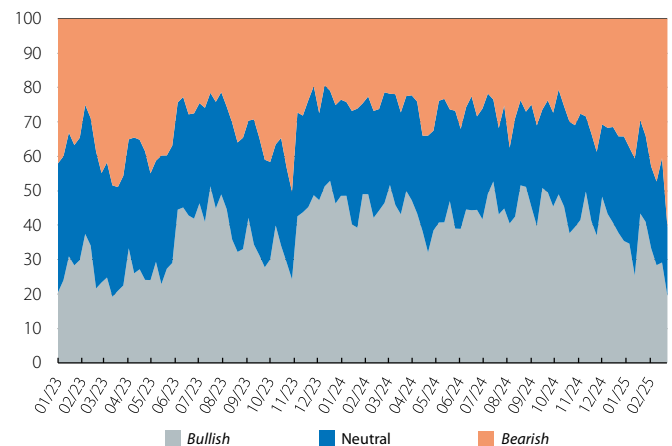
Volatilitat elevada en un nou entorn geopolític

Canvi en el sentiment inversor. L'inici del 2025 ha comportat un canvi en el focus dels mercats financers, que es va consolidar al febrer. Els inversors han desplaçat la seva atenció des dels bancs centrals, el principal *driver* dels mercats el 2024, cap a un entorn de risc geopolític elevat, amb l'«efecte Trump» com a catalitzador clau. La incertesa derivada de la seva política comercial i les retallades de despesa al Govern federal, que van afectar la confiança empresarial i dels consumidors (vegeu la [Conjuntura internacional](#)), ha començat a reforçar la narrativa que el creixement de l'economia dels EUA es moderarà en els propers trimestres i ha propiciat una rotació *risk-off* en els actius de risc nord-americans a mesura que l'apetència pel risc anava disminuint. A la zona de l'euro, els mercats naveguen la incertesa comercial enmig de novetats a la guerra a Ucraïna, que inclouen un canvi de posicionament per part dels EUA, una possible negociació per al final del conflicte i una intensificació en la pressió cap a la zona de l'euro per incrementar la despesa de defensa, alhora que Alemanya va celebrar eleccions i va entrar en una nova fase de negociacions per formar govern. El panorama geopolític passa així a guanyar protagonisme als mercats financers, i la incertesa elevada ha comportat un augment de la volatilitat.

Els bancs centrals avancen a ritmes diferents. El febrer va ser un mes de poca activitat dels bancs centrals. La principal reunió va ser la del Banc d'Anglaterra, que va retallar el tipus d'interès de referència al 4,50%, la tercera baixada de 25 p. b. des de l'agost, i el Comitè de política monetària va destacar l'enfocament gradual en les futures baixades de tipus. Aquesta mateixa cautela és la que guia l'estratègia de la Fed, com ho mostren les actes de l'última reunió del gener, en què els membres del FOMC van destacar la incertesa elevada i el risc d'una inflació més persistent. Factors com els possibles canvis en les polítiques comercials i migratòries van ser assenyalats com riscos clau. No obstant això, en les últimes sessions del mes, els mercats han començat a descomptar la probabilitat que la Fed prossegueixi amb més baixades de les que s'havien anticipat amb anterioritat si l'activitat s'afeblís, com ho suggereixen els recents indicadors de confiança. Pel que fa al BCE, es mantenen les expectatives que el tipus *depo* assolirà el 2% a l'estiu, per mantenir-se així al llarg de la segona meitat de l'any al voltant dels nivells estimats com a neutrals.

Els tipus d'interès sobirans reflecteixen les incerteses econòmiques i polítiques. A la zona de l'euro, d'una banda, les expectatives d'un BCE més acomodatiu i el retard en la imposició dels aranzels a la UE per part de Trump van pressionar a la baixa els rendiments, però, de l'altra, la pressió creixent per incrementar la despesa en defensa va servir com a força alcista. Així, les rendibilitats de la zona de l'euro van experimentar moviments d'anada i tornada al llarg del mes, per, finalment, acabar amb lleugeres caigudes. Als EUA, el sentiment d'aversion al risc va dirigir els fluxos cap als *treasuries* com actius refugi i va pressionar a

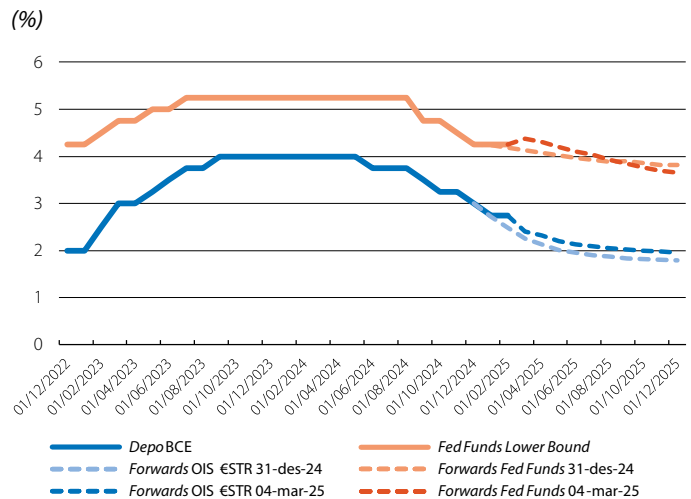
EUA: sentiment del mercat (% d'inversors)



Nota: Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista (bullish), neutral o pessimista (bearish).

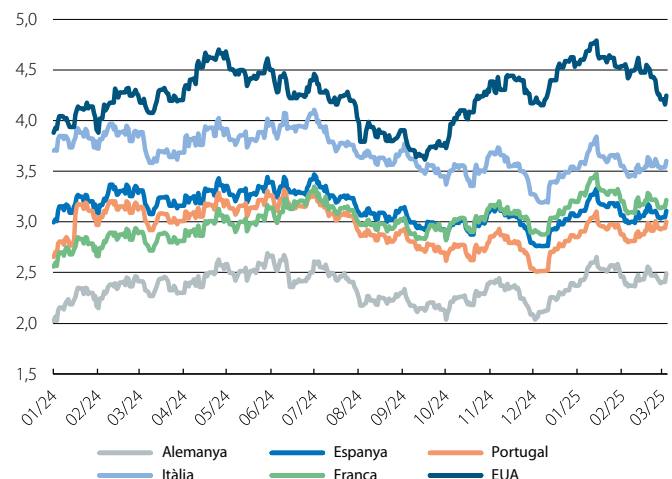
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'American Association of Individual Investors.

Expectatives del mercat sobre els tipus d'intervenció (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE, de la Fed i de Bloomberg.

Tipus d'interès sobirans a 10 anys (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

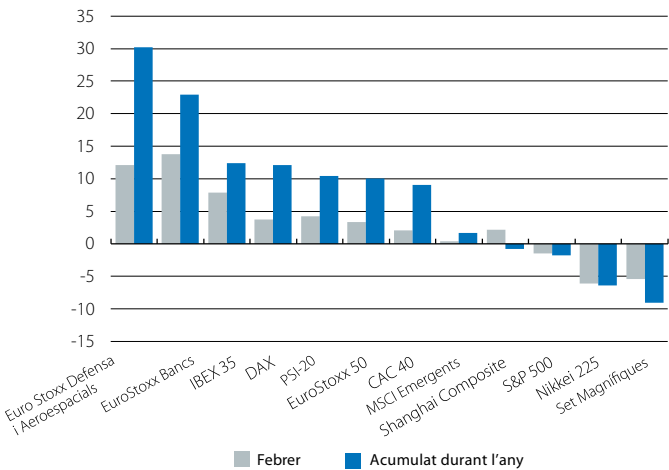
la baixa les rendibilitats, que van veure caigudes de fins a 30 p. b. en el tram llarg de la corba, impulsades, principalment, per la caiguda dels tipus reals (el tipus d'interès nominal d'un bo sobirà es pot descompondre com la suma del tipus d'interès real més la inflació esperada, *break-even inflation*). Això suggereix que els mercats comencen a descomptar un entorn de menor creixement i de més inflació, en què encara queda per aclarir les futures polítiques fiscals i el seu efecte sobre el dèficit i el deute.

La renda fixa europea sorgeix com a líder. En línia amb el to de *risk-off* del mes, les borses nord-americanes van tancar el febrer amb pèrdues i, en el moment d'aquesta publicació, ja haurien esborrat per complet els guanys del *rally* postelectoral. Per sectors, els de tecnologia i consum discrecional (els dos de naturalesa cíclica) han estat els que s'han comportat pitjor. En canvi, els principals índexs de la zona de l'euro han mostrat un funcionament molt superior, amb guanys superiors al 10% durant l'any per als principals índexs borsaris de la regió. El major propulsor del repunt ha estat el sector de defensa (el +30%), atès el nou context geopolític, tot i que també els bancs (el +26%) han estat un catalitzador després d'una bona temporada de resultats. A més a més, el millor funcionament de les borses europees en relació amb les nord-americanes es dona en un context d'elevades valoracions relatives als EUA, que fa que els seus mercats siguin més vulnerables a les sorpreses macroeconòmiques negatives. Mentre que, a la zona de l'euro, on les valoracions havien estat deprimides en relació amb les dels EUA, el marge de repunt és major.

L'euro s'enforteix. L'euro va tancar el mes amb guanys en relació amb el dòlar i va arribar a cotitzar prop d'1,06 dòlars, per damunt dels 1,03 dòlars observats al començament de febrer. El retard en la imposició dels aranzels a la UE, un possible acord a Ucraïna i un deteriorament en les perspectives macro dels EUA han estat les forces apreciadores per a la divisa. També el ien es va apreciar en relació amb el dòlar arran de les majors expectatives que el Banc del Japó continuï apujant els tipus d'interès (la inflació va repuntar de nou al gener). En sentit contrari, tant el peso mexicà com el dòlar canadenc es van depreciar al final del mes després de la confirmació del president Trump de la reinstauració dels aranzels del 25% sobre les importacions procedents dels dos països.

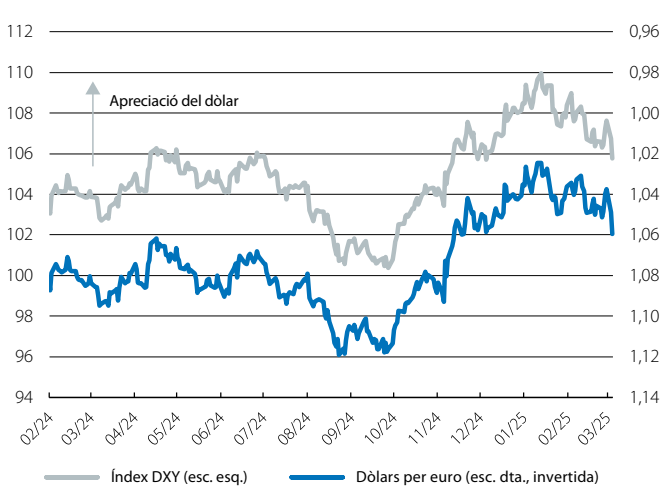
El mes de l'or. La incertesa aranzelària s'ha traslladat també als mercats de primeres matèries i ha provocat un repunt generalitzat dels preus i ha incentivat les compres avançades, la qual cosa, al seu torn, ha exercit encara més pressió a l'alça. El preu de l'or, actiu refugi per excel·lència, ha repuntat de forma notable i acumula guanys de gairebé el 10% des de l'inici d'enguany, que s'afegeixen als guanys del 2024, reflex de la incertesa econòmica i geopolítica. D'altra banda, l'energia s'ha mogut en sentit contrari. Els preus del gas natural han caigut de forma notable arran de l'expectativa d'una resolució del conflicte a Ucraïna, i els preus del cru ho fan arran de la incertesa de l'alentiment de la demanda als EUA. A més a més, l'OPEP i els seus aliats van confirmar el seu propòsit de començar a revertir les retallades de producció de petroli a partir de l'abril, després de més de dos anys de reducció de l'oferta, la qual cosa exercirà pressió a la baixa sobre els preus.

Funcionament dels índexs borsaris (%)



Nota: Acumulat durant l'any fins al 04/03/2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Funcionament del dòlar (Dòlars per euro)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Primeres matèries: preus

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	Durant l'any	2023	2024
Commodities	Índex	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
Energia	Índex	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
Metalls preciosos	Índex	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Or	\$/unça	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
Metalls industrials	Índex	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Alumini	\$/t	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Coure	\$/t	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
Agricultura	Índex	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Blat	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Preus a 28/02/2025.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.