

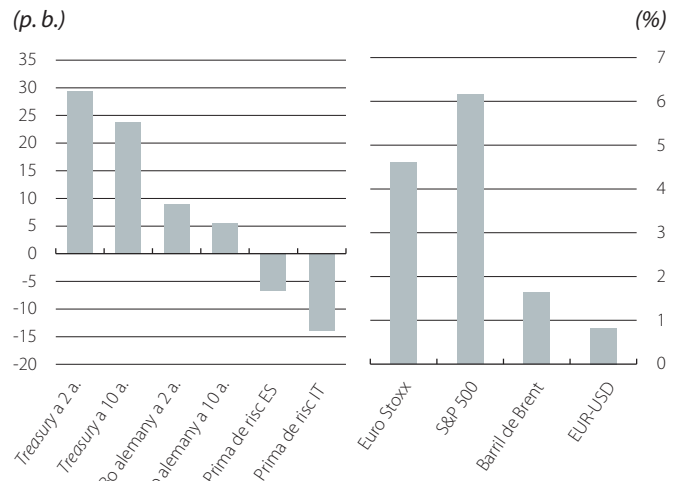
La incertesa en la política econòmica continua dirigint l'ànim inversor

Els mercats, entre l'optimisme per la treva comercial i la inquietud pel deteriorament fiscal nord-americà. La treva en les tensions aranzelàries entre Washington i Pequín va acabar d'impulsar una renovada apetència pel risc al maig, reforçada per unes dades econòmiques que, ara com ara, confirmen la resiliència de l'activitat i el progrés de la desinflació, tant als EUA com a Europa. No obstant això, l'optimisme es va veure progressivament eclipsat a mesura que avançava el mes, pel previsible deteriorament fiscal als EUA i a altres economies desenvolupades i per la persistent volatilitat en la política comercial de Trump. En aquest context, els tipus sobirans van repuntar, mentre que els inversors en renda variable van optar per veure el got mig ple, la qual cosa va beneficiar, en especial, els sectors cíclics i va comportar que els índexs nord-americans esborressin les pèrdues acumulades des de l'inici de l'any. En divises, el dòlar va tornar a mostrar una gran sensibilitat, mentre que, al mercat de primeres matèries, el més destacable va ser que l'or, que acumulava un gran avanç des de l'inici d'enguany, no va capitalitzar la incertesa fiscal.

Els bancs centrals mantenen la cautela. La Fed va optar per mantenir els tipus d'interès sense canvis al maig, mentre espera per avaluar l'impacte dels aranzels sobre els preus i sobre l'activitat, tot i que el president Powell es va mostrar preocupat pels riscos creixents d'estagflació derivats de les tensions comercials. Les dades de l'abril van donar suport a aquest enfocament: diferents mesures d'inflació i de preus de producció es van desaccelerar, les vendes al detall van caure i la despesa dels consumidors es va reduir, tot i que la confiança del consumidor va repuntar amb força al maig després de la treva comercial. La resiliència de l'economia nord-americana va empènyer els inversors a descomptar dues baixades de la Fed enguany al maig, en relació amb les quatre que van arribar a descomptar al final d'abril. Per al BCE, les oscil·lacions van ser menors: els inversors van donar per descomptades dues baixades més de tipus el 2025, i la probabilitat d'una tercera va fluctuar en funció de les expectatives d'inflació. Pel que fa a aquestes expectatives, el mercat cotitza una caiguda des del *Liberation Day* (i espera una caiguda de la inflació a l'1,5% a tres anys vista), mentre que els consumidors de la zona de l'euro van esperar un repunt (el 3,1% a tres anys vista) a l'abril, en els dos casos influenciats pels aranzels nord-americans.

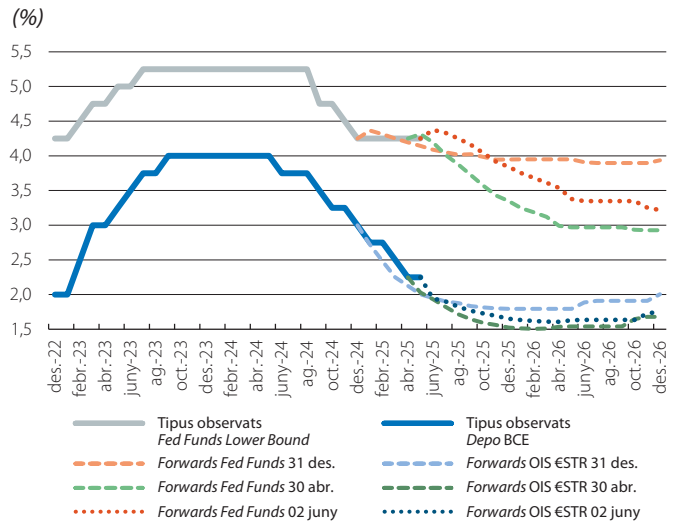
Les preocupacions sobre la sostenibilitat fiscal van fer repuntar els tipus sobirans. L'avanç parlamentari de la reforma fiscal de Trump i la rebaixa de Moody's de la qualificació creditícia dels EUA (última agència que li va retirar la triple A) van catalitzar un important augment de tipus en el mes, fins i tot malgrat el fet que la reforma va ser suavitzada durant la seva tramitació al Congrés. L'increment en la rendibilitat dels *treasuries*, però, es va concentrar en els trams curts, per l'expectativa d'uns tipus Fed més elevats. Les tensions fiscals també van passar factura en altres mercats: al Japó, principalment en les referències a més llarg termini, en un context de reducció gradual del balanç del banc central. També en el cas del Regne Unit, el limitat espai fiscal del Govern va pressionar a l'alça els tipus a més llarg termini. A la zona de l'euro, el repunt va ser més moderat: la corba es va mantenir plana i els diferencials perifèrics es van reduir, en un moviment de normalització després de la recerca de refugi de l'abril i amb una millora de l'apetència pel risc.

Funcionament mensual dels principals actius financers



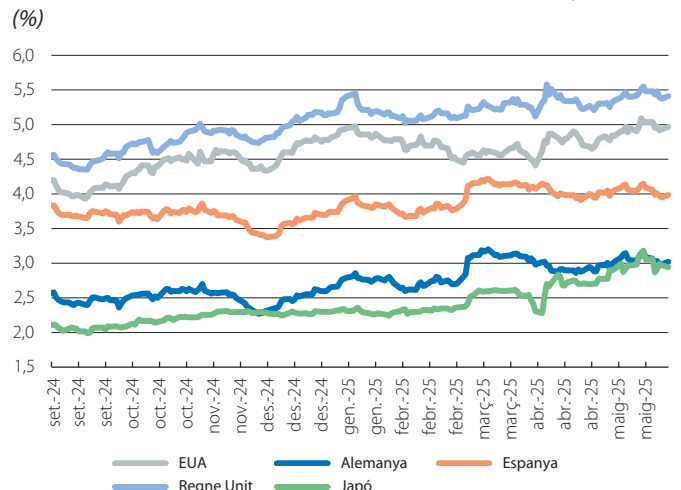
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Expectatives del mercat sobre els tipus d'intervenció



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

Evolució dels tipus d'interès sobirans a 30 anys



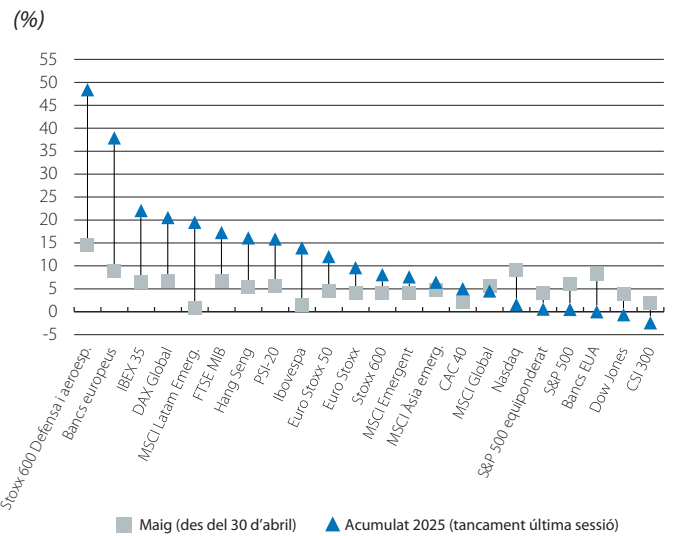
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

El mercat de divises va reflectir la tensió entre els factors comercials i els fiscals. El dòlar va mostrar dues tendències clares: la fortalesa de l'inici del mes per l'optimisme comercial i per la resiliència que va mostrar el mercat laboral nord-americà va anar seguida, a l'abril, de la feblesa després de la rebaixa creditícia de Moody's, de la tramitació de la reforma fiscal i de les turbulències cap al final del mes en les negociacions comercials entre la Xina i els EUA. El resultat net enfront de l'euro va ser un mes gairebé pla, que deixa una apreciació acumulada del 10% des de l'inici de l'any. El principal beneficiari de la treva comercial va ser el won sud-coreà, afavorit també per la renovada estabilitat política del país. La lliura esterlina, per la seva banda, es va depreciar lleugerament per les dades econòmiques mixtes del Regne Unit i pels dubtes sobre els plans fiscals del Govern. Entre les divises emergents, les divises llatinoamericanes van mostrar comportaments diversos en funció dels seus fonamentals i de la seva exposició al comerç global, amb el peso mexicà apreciant-se després de la treva comercial entre la Xina i els EUA.

La renda variable, principal beneficiada de la treva comercial entre la Xina i els EUA. La major apetència pel risc i la resiliència de l'economia van beneficiar els sectors típicament vinculats al cicle (tecnologia o béns industrials), que van liderar els guanys als EUA i a Europa, mentre que altres sectors més defensius, com salut i consum bàsic, van quedar ressagats. Els índexs nord-americans de les companyies de major capitalització van recuperar les seves pèrdues acumulades al llarg de l'any i ja estan en positiu. A Europa, els mercats alemany, italià i espanyol van destacar pel seu dinamisme, en relació amb els avanços més moderats en mercats amb un major nombre de companyies considerades defensives, com el francès. Els emergents van participar selectivament del *rally*: Mèxic i el Brasil van destacar positivament, amb el suport de les seves favorables dinàmiques domèstiques. Pel que fa als índexs xinesos, el CSI 300 va mostrar uns guanys menors, malgrat els estímuls monetaris implementats, i va reflectir un cert escepticisme dels inversors sobre la seva durabilitat i el seu impacte sobre el creixement xinès, mentre que el Hang Seng va registrar més guanys, impulsat pel sector tecnològic. La resta dels índexs asiàtics (japonès, sud-coreà o indonesi) sí que es van beneficiar en un grau més alt de la treva comercial entre els EUA i la Xina.

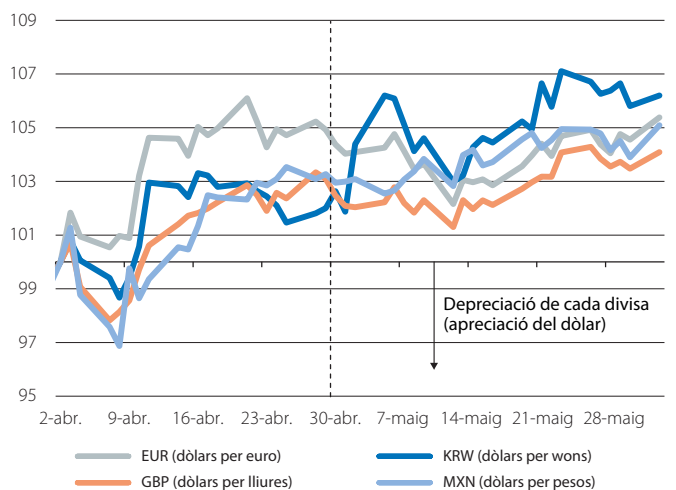
Comportament mixt de les primeres matèries. La referència europea de gas natural va registrar una dels majors guanys mensuals arran de la confluència dels avanços des de la Comissió Europea per eliminar el flux de gas rus cap a la UE, de la reducció del subministrament des de Noruega per manteniments i per fallades en infraestructures clau, i dels encara baixos nivells d'emmagatzematge. El petroli va mostrar una dinàmica més complexa, amb guanys modestos, mentre que els inversors intentaven equilibrar un major optimisme sobre la demanda mundial; amb els senyals que l'OPEP+ considerava nous augments de producció al juliol (finalment aprovats, i que cal sumar als ja previstos de més de 400.000 barrils al juny), i amb un cert optimisme sobre les negociacions entre els EUA i l'Iran sobre el programa nuclear d'aquest últim país. Entre els metalls industrials, el coure es va beneficiar de l'optimisme sobre l'activitat manufacturera global. I, entre els metalls preciosos, l'or es va mantenir pla, entre la menor demanda de refugi i les preocupacions fiscals, mentre que el platí va destacar amb una forta pujada, impulsat per la demanda xinesa arran de l'alt preu de l'or i pels senyals d'esgotament als jaciments actuals.

Funcionament dels índexs borsaris



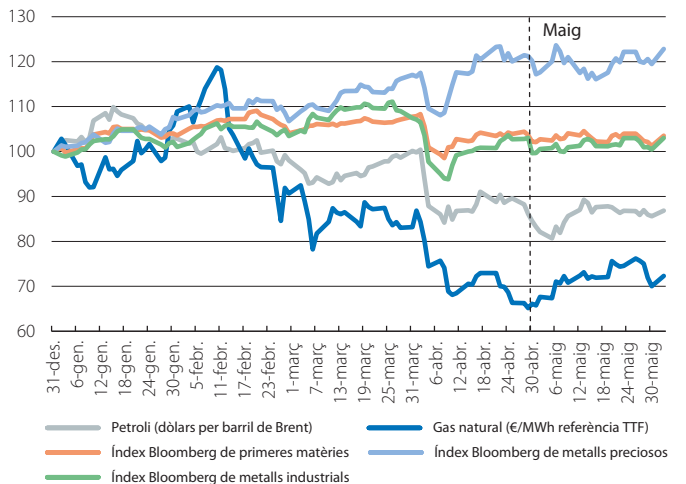
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució de les divises seleccionades enfront del dòlar
Índex (100 = 2/4/2025)



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

Evolució de les primeres matèries
Índex (100 = 31/12/2024)



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