

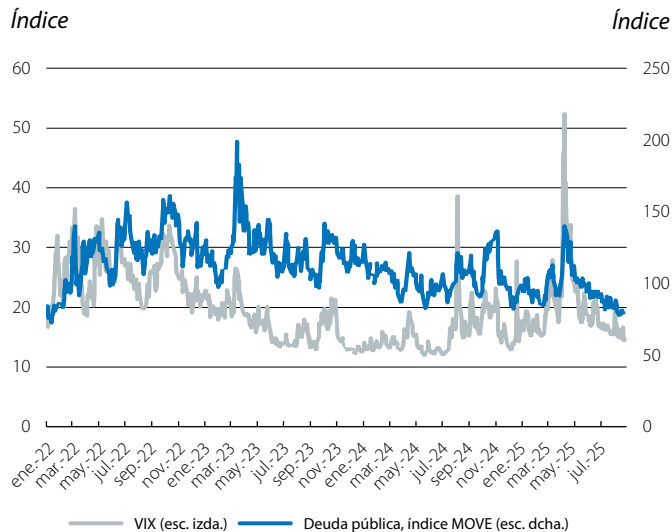
Mercados en calma, riesgos latentes

Verano de baja volatilidad. El periodo estival suele traer consigo un menor volumen de negociación y liquidez en los mercados financieros, por lo que pequeños focos de inestabilidad tienden a escalar rápidamente, y los repuntes en la volatilidad son frecuentes. Basta recordar que la depreciación del yen en agosto de 2024 desató una venta masiva de acciones a nivel global que lastró a los principales índices más de un 8% en apenas un par de días. Sin embargo, el verano de 2025 ha sido un periodo de relativa calma en los mercados financieros, con las principales medidas de volatilidad contenidas, a pesar de las inestabilidades de fondo del entorno macroeconómico: incertidumbres en acuerdos arancelarios, el riesgo de erosión de la independencia de instituciones en EE. UU., dudas sobre el rumbo de la política monetaria, preocupaciones respecto a las perspectivas fiscales en el mundo desarrollado y riesgos geopolíticos, con un nuevo foco de inestabilidad en Francia.

El verano trae un cambio de marcha entre la Fed y el BCE. Si el BCE llegó al verano recortando tipos hasta terreno neutral (*depo* en el 2,00% desde el pasado junio) y la Fed lo hizo sosteniendo una política monetaria restrictiva (tipo *fed funds* estable en el rango 4,25%-4,50% desde diciembre de 2024), las últimas semanas han traído cierto cambio de perspectiva para septiembre. Según las expectativas de los mercados financieros, en las próximas semanas probablemente será la Fed la que baje tipos y el BCE quien los mantenga. En concreto, para septiembre los mercados monetarios cotizan un recorte de 25 p. b. en EE. UU. con cerca de un 90% de probabilidad, mientras que dan casi un 100% de probabilidad a que no haya cambios en los tipos del BCE y que se mantenga el *depo* estable en el 2% hasta finales de año. Este ajuste de expectativas en los mercados entronca con los mensajes enviados por la Fed y el BCE en las últimas semanas. Por un lado, cuando la Fed mantuvo tipos en julio, la mayoría estaba más preocupada por los riesgos de inflación que del empleo y solo dos miembros defendieron un recorte. Pero la publicación de un dato de mercado laboral más débil de lo previsto (véase la [Coyuntura Internacional](#)) llevó al presidente Powell a reconocer en la conferencia anual de Jackson Hole que «el cambio en el equilibrio de riesgos podría justificar un ajuste en nuestra postura de política monetaria». Powell abrió así la puerta a un recorte de tipos en septiembre, sin compromisos y esperando todavía a los datos de inflación y empleo correspondientes a agosto. Por su parte, en el seno del BCE, la presidenta Lagarde reconoció que los últimos acuerdos comerciales han aliviado la incertidumbre global (aunque no la han eliminado) y destacó en positivo la resiliencia de la economía de la eurozona. De manera más enfática, Isabel Schnabel explicó que no ve necesarios cambios en la postura de la política monetaria en septiembre. Además, los últimos datos reflejan una visión alentadora sobre la inflación (prácticamente en objetivo desde junio), lo que, según se destila de los mensajes del BCE, refuerza una postura de pausa para esperar y ver la evolución de los datos y la incertidumbre.

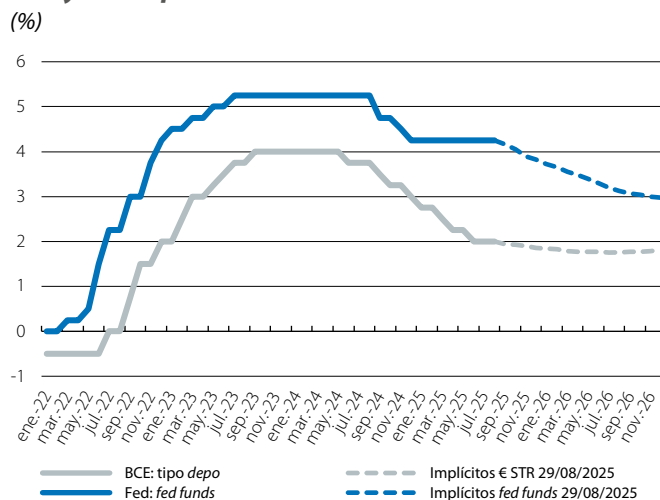
En EE. UU., los tipos soberanos se ajustan a las expectativas de política monetaria pero no parecen temer al riesgo institucional. La creciente expectativa de que la Fed retome las bajadas de tipos a partir de septiembre y mantenga la senda de distensión monetaria hasta finales de 2026 hizo caer las rentabilidades de los

Medidas de volatilidad



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

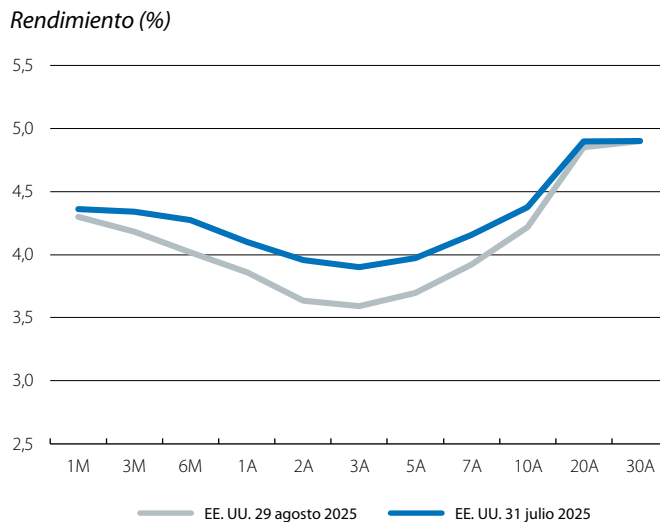
BCE y Fed: tipos de interés



Nota: los datos históricos del fed funds corresponden al límite inferior.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Reserva Federal y de Bloomberg.

EE. UU.: curva de rendimiento soberano



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

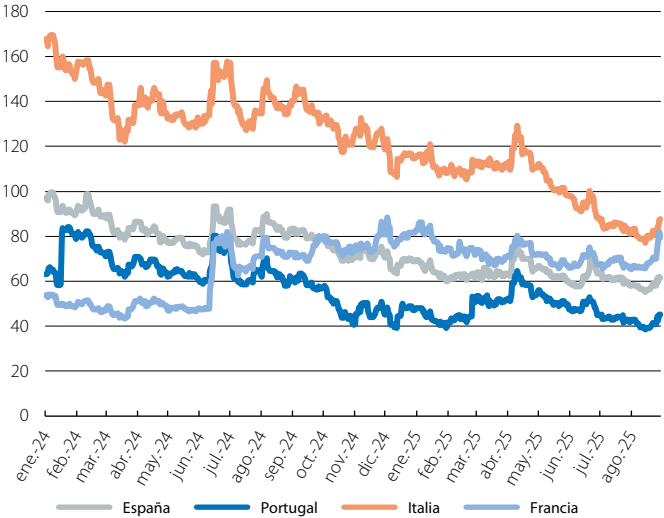
treasuries en los tramos cortos de la curva soberana (entre 6 meses y 5 años), de manera más destacada en la referencia a 2 años, especialmente sensible a la política monetaria, que retrocedió más de 30 p. b. en agosto. En cambio, los tramos más largos mostraron un comportamiento más estable: la referencia a 10 años cayó unos 15 p. b., mientras que la de 30 años cerró el mes prácticamente plana. Este comportamiento diferencial entre las rentabilidades cortas y largas refleja, en parte, la expectativa de que, aunque la Fed baje los tipos, las presiones fiscales de fondo mantienen elevadas las rentabilidades de largo plazo. Resulta, además, destacable la escasa reacción de los plazos largos ante las crecientes presiones de la Casa Blanca sobre la independencia de la Fed, intensificadas con el despido por parte de Trump de Lisa Cook, gobernadora del Consejo de la Reserva Federal, bajo la acusación de fraude hipotecario; una decisión que Cook ya llevó a los tribunales, donde se definirá su futuro en el cargo.

Francia emerge como nuevo foco de inestabilidad. Sin sorpresas del BCE, ni cambios de calado en las expectativas de política monetaria en la eurozona, los tipos soberanos de la región transcurrieron el verano con apenas cambios, y el euro-dólar se mantuvo cotizando en la banda entre 1,16-1,17 dólares por euro. Francia destacó negativamente dentro de este escenario de relativa estabilidad: tras el anuncio del voto de confianza, su prima de riesgo se amplió en más de 11 puntos en tan solo tres días, acercándose a los niveles de la prima italiana, y con una rentabilidad soberana a 10 años en torno al 3,50% (máximo desde marzo de este año). El efecto contagio sobre el resto de la periferia se mantuvo contenido, sin sobresaltos en las demás primas de riesgo. Sin embargo, cabe destacar el reciente repunte en las rentabilidades soberanas a largo plazo, en un mes de septiembre que inició con ventas de bonos soberanos a nivel global en un entorno de creciente preocupación sobre las perspectivas fiscales en las economías desarrolladas.

Un mes más de avance en las bolsas. El índice bursátil global se anotó un 2,3% en agosto y acumula ya ganancias del 13% en lo que va de año a pesar del desafiante contexto económico. En el mes, destacó el desempeño del IBEX 35, impulsado por el buen comportamiento del sector bancario, y del S&P 500 en EE. UU., donde la buena temporada de beneficios y las expectativas de la IA nuevamente impulsaron el desempeño bursátil del país. Destacó en negativo el CAC 40 en Francia, donde la inestabilidad política acabó lastrando las acciones y el índice se dejó un 2% en tan solo los últimos tres días del mes tras el anuncio de la moción de confianza.

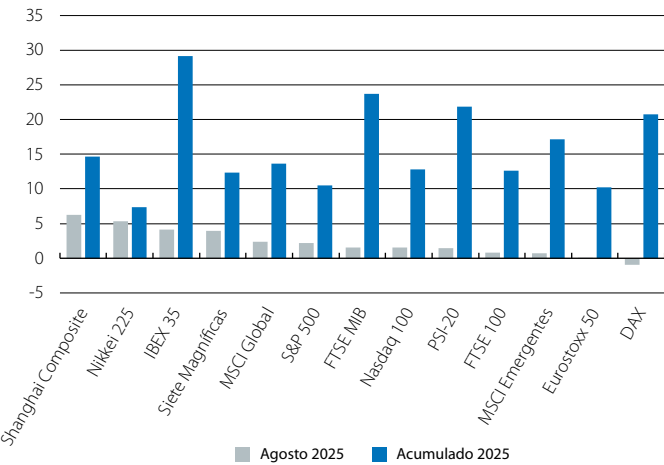
Un crudo estable y un oro que sigue «brillando». El cese de los ataques aéreos entre Irán e Israel y las diferentes negociaciones arancelarias entre Trump y el resto de los países favorecieron la reducción de la prima de riesgo impuesta por los inversores sobre el precio del petróleo durante gran parte de agosto. A esta circunstancia se unió la continuidad de la ampliación de la producción de crudo por parte de los países de la OPEP. Con todo, el precio del barril de Brent se estabilizó y se negoció entre 66 y 68 dólares. Esta tendencia se mantuvo durante las primeras sesiones de septiembre, a la espera de la decisión de los países productores sobre posibles nuevos aumentos de producción y en medio de las perspectivas de la IEA de exceso de oferta de petróleo durante los próximos trimestres. Por su parte, el precio del oro alcanzó un nuevo máximo (3.500 dólares la onza) ante el auge de la incertidumbre de los inversores respecto a la inflación, la deuda y la disciplina fiscal.

Eurozona: primas de riesgo
(p. b.)



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

Índices bursátiles
Variación (%)



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

Materias primas: precios
Variación (%)

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2023	2024
Commodities	Índice	103,5	2,8	4,8	-12,6	0,1
Energía	Índice	27,7	-2,6	-6,0	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	67,8	-2,7	-9,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	31,6	-7,0	-35,4	-57,6	51,1
Metales preciosos	Índice	352,0	7,4	32,2	4,1	19,0
Oro	\$/onza	3.542,5	5,0	35,0	13,1	27,2
Metales industriales	Índice	143,2	2,7	2,1	-13,7	-1,6
Aluminio	\$/Tm	2.619,0	2,1	2,6	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.980,5	3,6	13,8	2,2	2,4
Agrícolas	Índice	55,1	3,7	-3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	513,0	-0,7	-7,0	-20,7	-12,2

Nota: Datos a 3 de septiembre.

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