

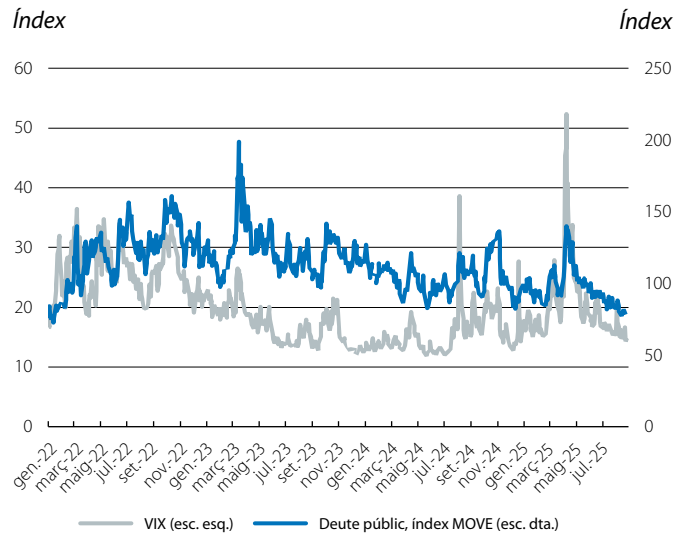
## Mercats en calma, riscos latents

**Estiu de baixa volatilitat.** El període estival sol comportar un menor volum de negociació i de liquiditat als mercats financers, de manera que els petits focus d'instabilitat tendeixen a escalar ràpidament i els repunts en la volatilitat són freqüents. Només cal recordar que la depreciació del ien a l'agost del 2024 va generar una venda massiva d'accions a nivell global que va llstar els principals índexs més del 8% en tot just un parell de dies. No obstant això, l'estiu del 2025 ha estat un període de calma relativa als mercats financers, amb les principals mesures de volatilitat contingudes, malgrat les inestabilitats de fons de l'entorn macroeconòmic: incerteses en els acords aranzelaris, risc d'erosió de la independència d'institucions als EUA, dubtes sobre el rumb de la política monetària, preocupacions sobre les perspectives fiscals al món desenvolupat i riscos geopolítics, amb un nou focus d'inestabilitat a França.

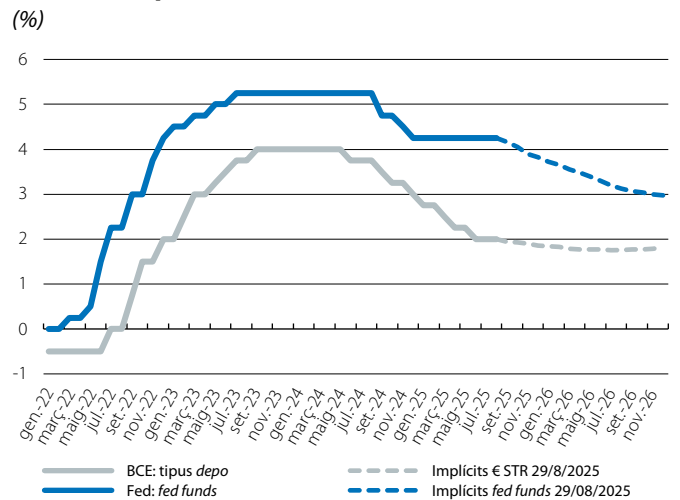
**L'estiu porta un canvi de marxa entre la Fed i el BCE.** Si el BCE va arribar a l'estiu retallant tipus fins a terreny neutral (*depo* en el 2,00% des del juny passat) i la Fed ho va fer sostenint una política monetària restrictiva (tipus *fed funds* estable en el rang 4,25%-4,50% des del desembre del 2024), les últimes setmanes han propiciat un cert canvi de perspectiva per al setembre. Segons les expectatives dels mercats financers, és probable que, en les properes setmanes, la Fed abaixi tipus i el BCE els mantingui. En concret, de cara al setembre, els mercats monetaris cotitzen una retallada de 25 p. b. als EUA amb prop del 90% de probabilitat, mentre que donen gairebé el 100% de probabilitat al fet que no hi hagi canvis en els tipus del BCE i que es mantingui el *depo* estable en el 2% fins al final d'enguany. Aquest ajust d'expectatives als mercats entronca amb els missatges enviats per la Fed i pel BCE en les últimes setmanes. D'una banda, quan la Fed va mantenir tipus al juliol, la majoria estava més preocupada pels riscos d'inflació que per l'ocupació, i només dos membres van defensar una retallada. Però la publicació d'una dada de mercat laboral més feble del que es preveia (vegeu la [Conjuntura internacional](#)) va dur el president Powell a reconèixer, a la conferència anual de Jackson Hole, que «el canvi en l'equilibri de riscos podria justificar un ajust en la nostra postura de política monetària». Powell va obrir, així, la porta a una retallada de tipus al setembre, sense compromisos i esperant encara les dades d'inflació i d'ocupació corresponents a l'agost. Per la seva banda, al si del BCE, la presidenta Lagarde va reconèixer que els últims acords comercials han alleujat la incertesa global (tot i que no l'han eliminat) i va destacar en positiu la resiliència de l'economia de la zona de l'euro. De manera més emfàtica, Isabel Schnabel va explicar que no veu necessaris canvis en el posicionament de la política monetària al setembre. A més a més, les últimes dades reflecteixen una visió encoratjadora sobre la inflació (gairebé en l'objectiu des del juny), la qual cosa, segons es destil·la dels missatges del BCE, reforça un posicionament de pausa per esperar i veure l'evolució de les dades i de la incertesa.

**Als EUA, els tipus sobirans s'ajusten a les expectatives de la política monetària, però no sembla que temin el risc institucional.** L'expectativa creixent que la Fed repregui les baixades de tipus a partir del setembre i que mantingui la senda de distensió monetària fins al final del 2026 va fer caure les rendibilitats

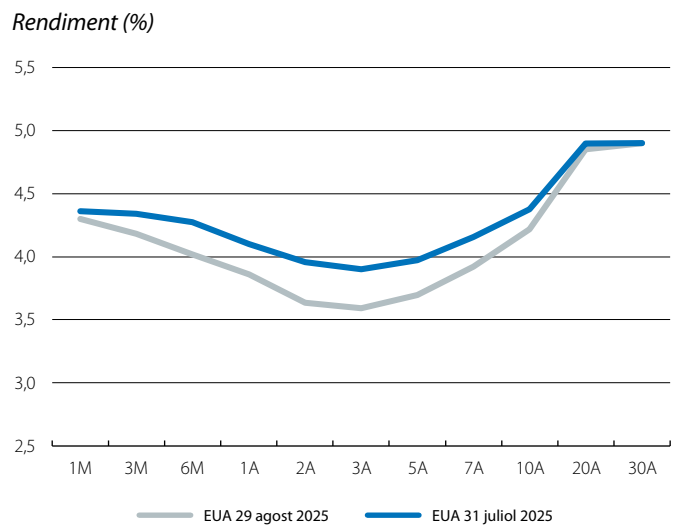
### Mesures de volatilitat



### BCE i Fed: tipus d'interès



### EUA: corba de rendiment sobirà



dels *treasuries* en els trams curts de la corba sobirana (entre 6 mesos i 5 anys), de manera més destacada en la referència a 2 anys, especialment sensible a la política monetària, que va recular més de 30 p. b. a l'agost. En canvi, els trams més llargs van mostrar un comportament més estable: la referència a 10 anys va caure uns 15 p. b., mentre que la de 30 anys va tancar el mes gairebé plana. Aquest comportament diferencial entre les rendibilitats curtes i llargues reflecteix, en part, l'expectativa que, malgrat que la Fed abaixi els tipus, les pressions fiscals de fons mantenen elevades les rendibilitats a llarg termini. A més a més, és destacable l'escassa reacció dels terminis llargs a les pressions creixents de la Casa Blanca sobre la independència de la Fed, intensificades amb l'acomiadament per part de Trump de Lisa Cook, governadora del Consell de la Reserva Federal, sota l'acusació de frau hipotecari. Una decisió que Cook ja ha dut als tribunals, on es definirà el seu futur en el càrrec.

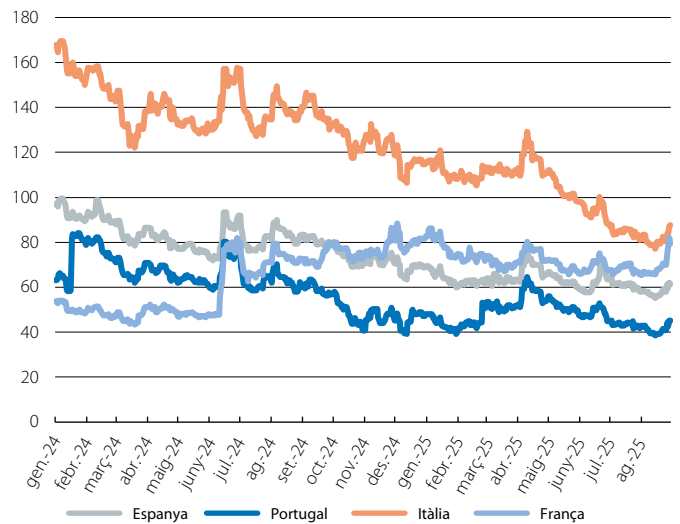
**França emergeix com un nou focus d'inestabilitat.** Sense sorpreses del BCE, ni canvis de gran importància en les expectatives de política monetària a la zona de l'euro, els tipus sobirans de la regió van transcórrer l'estiu gairebé sense canvis, i l'euro-dòlar es va mantenir cotitzant en la banda d'1,16-1,17 dòlars per euro. França va destacar negativament en aquest escenari de relativa estabilitat: després de l'anunci del vot de confiança, la seva prima de risc es va ampliar en més d'11 punts en només tres dies i es va acostar als nivells de la prima italiana, amb una rendibilitat sobirana a 10 anys al voltant del 3,50% (màxim des del març d'enguany). L'efecte contagi sobre la resta de la perifèria es va mantenir contingut, sense ensurts en les altres primes de risc. No obstant això, cal destacar el repunt recent en les rendibilitats sobiranes a llarg termini, en un mes de setembre que es va iniciar amb vendes de bons sobirans a nivell global en un entorn de preocupació creixent per les perspectives fiscals a les economies desenvolupades.

**Un mes més d'avanç a les borses.** L'índex borsari global es va anotar el 2,3% a l'agost i acumula ja guanys del 13% des de l'inici d'enguany malgrat el desafiant context econòmic. Al llarg del mes, va destacar el funcionament de l'IBEX 35, impulsat pel bon comportament del sector bancari, i de l'S&P 500 als EUA, on la bona temporada de beneficis i les expectatives de la IA van impulsar de nou el funcionament borsari del país. Va destacar en negatiu el CAC 40 a França, on la inestabilitat política va acabar llastant les accions i l'índex va perdre el 2% només en els tres últims dies del mes després de l'anunci de la moció de confiança.

**Un cru estable i un or que continua «brillant».** El final dels atacs aeris entre l'Iran i Israel i les diferents negociacions aranzelàries entre Trump i la resta de països van afavorir la reducció de la prima de risc imposada pels inversors sobre el preu del petroli durant una gran part de l'agost. A aquesta circumstància es va afegir la continuïtat de l'ampliació de la producció de cru per part dels països de l'OPEP. Així i tot, el preu del barril de Brent es va estabilitzar i es va negociar entre els 66 i els 68 dòlars. Aquesta tendència es va mantenir durant les primeres sessions del setembre, mentre s'espera la decisió dels països productors sobre possibles nous augments de producció, i tot plegat enmig de les perspectives de la IEA d'excés d'oferta de petroli en els propers trimestres. Per la seva banda, el preu de l'or va assolir un nou màxim (3.500 dòlars l'unça) arran de l'auge de la incertesa dels inversors sobre la inflació, el deute i la disciplina fiscal.

**Zona de l'euro: primes de risc**

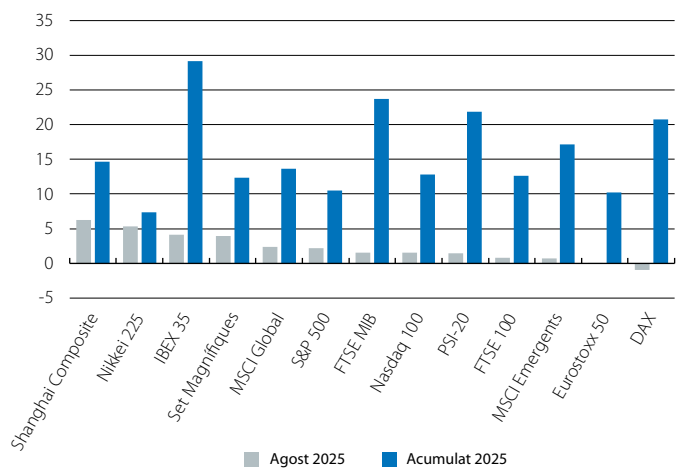
(p. b.)



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

**Índexs borsaris**

Variació (%)



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

**Primeres matèries: preus**

Variació (%)

	Mesura	Preu	Variació (%)			
			Últim mes	Durant l'any	2023	2024
<b>Commodities</b>	<b>Índex</b>	<b>103,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>0,1</b>
<b>Energia</b>	<b>Índex</b>	<b>27,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-3,9</b>
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
<b>Metalls preciosos</b>	<b>Índex</b>	<b>352,0</b>	<b>7,4</b>	<b>32,2</b>	<b>4,1</b>	<b>19,0</b>
Or	\$/unça	3.542,5	5,0	35,0	13,1	27,2
<b>Metalls industrials</b>	<b>Índex</b>	<b>143,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-13,7</b>	<b>-1,6</b>
Alumini	\$/t	2.619,0	2,1	2,6	0,3	7,0
Coure	\$/t	9.980,5	3,6	13,8	2,2	2,4
<b>Agrícoles</b>	<b>Índex</b>	<b>55,1</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,7</b>
Blat	\$/bushel	513,0	-0,7	-7,0	-20,7	-12,2

Nota: Dades a 3 de setembre.

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