

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

En una operació militar, els Estats Units van traslladar el president de Veneçuela, Nicolás Maduro, a territori nord-americà, emparant-se en una ordre emesa per un jutge dels Estats Units que l'acusa de col·laboració amb el narcotràfic. Des del setembre del 2025, l'administració Trump ha iniciat una campanya de pressió sobre el país llatinoamericà, centrada en atacs a embarcacions al mar Carib que, presumptament, transportaven drogues amb destinació als Estats Units. En declaracions posteriors, l'administració ha donat certa continuïtat al govern de Veneçuela nomenant la fins aleshores vicepresidenta del país, Delcy Rodríguez, com a presidenta en funcions. Així mateix, ha pressionat per aplicar determinades polítiques relacionades amb la indústria del petroli i ha forçat l'alliberament d'opositors al règim que estaven empresonats al país.

► **Focus:** [Geopolítica global després de Veneçuela](#)

Trump va augmentar la retòrica sobre Groenlàndia fins a assolir un «marc» d'acord els detalls del qual encara es desconeixen. Després de diversos anuncis durant la campanya electoral i de declaracions els primers mesos de mandat, l'administració Trump va elevar el discurs sobre la necessitat de controlar Groenlàndia. L'illa és un territori danès d'ultramar que forma part de l'OTAN —tot i que no de la UE— i els Estats Units ja disposen d'un tractat que els permet fer operacions militars al territori. En l'escalada de tensions, fonts del govern nord-americà es van negar a descartar l'ús de la força i van amenaçar amb la imposició d'aranzels. Per la seva banda, Dinamarca i Groenlàndia van insistir a mantenir la sobirania de l'illa en mans daneses, mentre que diversos països europeus es van mostrar disposats a aportar tropes. En resposta a l'amenaça aranzelària, els països de la UE van debatre i van assolir un consens a favor de mesures de represàlia, inclosa l'activació del mecanisme anticoerció, que permet adoptar accions com ara la restricció d'accés al mercat únic. La decisió d'un fons de pensions danès de reduir les tinences d'actius del Tresor va constituir un element clau de pressió sobre l'administració dels Estats Units en provocar un repunt dels tipus d'interès del deute sobirà del país.

► **Focus:** [La saga de Groenlàndia sembla arribar al seu final](#)

Els Estats Units, malgrat alguns vaivens, adopten una posició relativament agressiva envers l'Iran. Tot i disposar encara de poca informació, les protestes contra el règim semblen estar estenent-se al país persa, de la mateixa manera que les mesures de repressió adoptades pel govern. Aquesta dinàmica es produeix en un context de marcat deteriorament de la situació econòmica, que inclou també una forta depreciació de la divisa. Per la seva banda, Trump ha manifestat la seva disposició a dur a terme una operació similar a la realitzada a Veneçuela, interpretada com una actuació ràpida i centrada en els líders del règim. En l'àmbit econòmic, Trump ha anunciat la imposició d'aranzels del 25 % a tots els països que comerciïn amb l'Iran, una mesura la implementació de la qual sembla difícil, ja que afecta pràcticament tots els països del món.

Els Estats Units continuen anunciant nous aranzels, mentre que el mapa de lliure comerç continua redibuixant-se. Les darreres setmanes, l'administració Trump ha persistit en l'ús dels aranzels com a eina de pressió econòmica. En concret, els anuncis i amenaces han inclòs: (i) un

aranzel del 25 % als països que comerciïn amb l'Iran; (ii) un aranzel del 25 % als països que exportin petroli a Cuba, en un context de creixent desaprovionament energètic a l'illa; (iii) un aranzel del 100 % al Canadà si signa un acord comercial amb la Xina, anunciat pel Canadà; i (iv) un augment de l'aranzel del 15 % al 25 % pel retard en la ratificació, per part del Parlament coreà, de l'acord assolit entre els dos països el juliol del 2025.

La UE, per la seva banda, ha tancat dos acords comercials rellevants que feia molts anys que negociava:

- **L'acord UE-Mercosur** donarà lloc a l'àrea de lliure comerç més gran del món, amb una població de 740 milions de persones. L'acord preveu la liberalització del comerç de béns i serveis i de la compra pública, tot mantenint compromisos en matèria de sostenibilitat ambiental i estàndards de qualitat. L'acord haurà de ser ratificat pel Parlament Europeu, que va votar a favor d'enviar-lo al Tribunal de Justícia de la UE per revisar-lo.

► **Focus:** [El tractat de lliure comerç entre la UE i el Mercosur](#)

- **L'acord UE-Índia** preveu una forta reducció dels aranzels bilaterals entre les dues economies —amb l'excepció dels productes agrícoles— i manté, en alguns sectors com l'automobilístic, l'aplicació de quotes d'importació. L'acord també està pendent de ratificació per part del Parlament Europeu.

1.2. Política domèstica

Amb la vista posada en les eleccions de mig mandat i amb una popularitat sota mínims, Trump fa un gir populista a la seva agenda política. En aquest context, l'administració ha fet diversos anuncis que inclouen: (i) la prohibició als grans inversors de comprar habitatges unifamiliars; (ii) l'ordre a les empreses públiques d'adquirir 200.000 milions de dòlars en titulitzacions hipotecàries amb l'objectiu de reduir els tipus dels préstecs; (iii) l'establiment d'un límit del 10 % al tipus d'interès aplicable a les targetes de crèdit, que posteriorment es va limitar temporalment a un any davant les queixes del sector financer i del seu partit; (iv) la regulació de la retribució dels accionistes i dels directius en empreses del sector de la defensa; i (v) la creació dels anomenats «comptes Trump», que assignen 1.000 dòlars per naixement, invertits en renda variable i recuperables quan facin 18 anys. Els pares podran aportar fins a 2.500 dòlars anuals lliures d'impostos i els comptes també podran rebre aportacions de programes governamentals i d'organitzacions benèfiques.

Al Japó, la primera ministra Sanae Takaichi ha convocat eleccions legislatives anticipades per al Congrés amb l'objectiu d'aprofitar el seu nivell de popularitat, relativament elevat, i consolidar la seva majoria a la cambra baixa, que havia perdut en eleccions celebrades els darrers anys. Els comicis, previstos per al 8 de febrer, no inclouen el Senat, on el partit de Takaichi no compta amb majoria. El context preelectoral ha propiciat promeses d'augment de la despesa, que inclouen: (i) suport a les llars davant l'augment de la inflació; (ii) increment de la despesa militar; i (iii) més esforç en la inversió pública. Una certa consolidació del poder del partit de la primera ministra pot afavorir la percepció de control sobre les finances públiques del país, ja que, en els darrers mesos, diversos acords polítics han resultat expansius davant de les peticions dels partits necessaris per aconseguir les majories.

França va aconseguir aprovar un pressupost públic per al 2026 després d'invocar l'article 49.3 de la Constitució, que permet la seva adopció sense una votació en el Congrés sempre que no prosperi una moció de censura en un termini de 24 hores. Després de la seva presentació el 30 de gener, el partit d'esquerra La França Insubmisa va registrar una moció de censura que previsiblement serà rebutjada en les pròximes sessions. El text aprovat preveu una modesta reducció del dèficit fiscal fins al 5 % del PIB el 2026 (2025: 5,4 %), un objectiu menys ambiciós que el plantejat inicialment (4,6 %) després de diverses concessions al Partit Socialista.

Als Països Baixos, el partit liberal demòcrata D66 liderarà un govern de coalició en minoria juntament amb el partit democratacristià (CDA) i els liberals del Partit per la Llibertat i la Democràcia (VVD). La coalició té un perfil menys euroescèptic que el dels governs anteriors i disposa de 66 dels 150 escons del Parlament. L'acord d'investidura preveu un augment de la despesa en defensa (finançat en part mitjançant un impost *per capita* de 184 euros per ciutadà) i posa el focus en el repte immobiliari.

A Espanya, el finançament autonòmic ha esdevingut un nou conflicte entre el govern i l'oposició i també ha posat en relleu les tensions dins la coalició d'investidura. L'anunci d'un acord entre el PSOE i ERC preveu un augment dels recursos transferits a les comunitats autònomes, centrats en l'IRPF (55 % enfront del 50 % actual) i l'IVA (56,5 % enfront del 50 % actual). El Consell de Política Fiscal i Financera, que congrega el govern central i els representants autonòmics, va posar de manifest que l'acord només compta amb el suport del govern central i de Catalunya. La ratificació legislativa s'anticipa molt complexa davant l'oposició anunciada per Junts i altres partits. Les tensions també s'estenen a altres fronts, com ara la cessió de competències en matèria d'immigració sol·licitada per Junts i criticada per Podem.

El govern espanyol insisteix en la voluntat d'aprovar els pressupostos generals de l'Estat per al 2026 i ha assenyalat la intenció de presentar-los durant el primer trimestre de l'any, malgrat reconèixer, també, la situació de minoria parlamentària derivada de la retirada del suport de Junts. La feblesa legislativa de l'executiu es va tornar a posar de manifest després de no aconseguir tirar endavant el decret òmnibus que incloïa diverses mesures vinculades a l'anomenat «escut social». Els comicis autonòmics constituïran una nova prova del suport als partits de govern. A l'Aragó, on les eleccions se celebraran el 8 de febrer, les enquestes afavoreixen el PP, que millora en intenció de vots i, com en altres territoris, manté la incògnita sobre si necessitarà el suport de Vox per a la investidura i/o la formació del govern.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

Als Estats Units, es van mantenir senyals mixtos. La dada del mercat laboral del desembre del 2025 confirma l'impacte de la política migratòria més restrictiva implementada per l'administració Trump. La creació d'ocupació es va situar en 50.000 llocs de treball, juntament amb una revisió a la baixa de -76.000 llocs de treball corresponents a mesos anteriors. Malgrat això, la taxa d'atur es va moderar fins al 4,4 % (nov25: 4,6 %), mentre que els salaris van accelerar el seu creixement fins a un 3,8 % interanual (nov25: 3,6 %). En canvi, els indicadors de confiança empresarial continuen mostrant registres favorables. En el sector serveis, la confiança va assolir al desembre un màxim de 14 mesos, davant un comportament més modest dels indicadors en el sector manufacturer. Els indicadors microeconòmics, com el *Beige Book* de la Fed, adverteixen que l'acceleració de l'activitat està distribuïda d'una manera desigual entre les llars, amb un comportament més favorable entre els que estan situats a la part alta de la distribució. La inflació es manté en nivells relativament elevats i es va situar al desembre en el 2,7 % interanual, mentre que la taxa subjacent —que exclou components volàtils com els aliments i l'energia— es va mantenir en el 2,6 % interanual.

L'economia xinesa va tancar l'any 2025 amb un creixement anual del 5 %, malgrat haver-se desaccelerat el 4T25 fins al 4,5 % interanual. El creixement continua esbiaixat cap al sector exterior, sostingut pel bon comportament de les exportacions, que estan experimentant un procés de redirecció fora dels Estats Units cap a altres destins com ara la UE i la resta d'Àsia. Al desembre, les exportacions es van accelerar fins a una taxa interanual del 6,6 % (nov25: 5,9 %), cosa que va permetre que l'economia arribés a un superàvit comercial d'1,2 bilions de dòlars, equivalent a més de la meitat del PIB de l'economia espanyola. Els indicadors de confiança empresarial de gener van registrar una caiguda fins a nivells compatibles amb la contracció

econòmica, tant en el sector manufacturer (49,3; des25: 50,1) com en el sector serveis (49,4; des25: 50,2). En aquest darrer cas, es tracta del valor més baix des de l'any 2022. D'altra banda, els preus van tancar el 2025 amb un augment interanual del 0,8 %, la taxa més elevada des del febrer del 2023, fet que apunta a senyals esperançadors en relació amb l'espiral desinflationista que ha afectat el país els darrers anys.

A la zona euro, l'activitat mostra senyals temptatius de millora. Les dades de PIB del quart trimestre del 2025 reflecteixen un creixement del 0,3 % trimestral, que va trobar suport a Alemanya (0,3 % trimestral; 3T25: 0,0 %), Espanya (0,8 %; 3T25: 0,6 %) i Itàlia (0,3 %; 3T25: 0,1 %), que van compensar la feblesa observada a França (0,2 %; 3T25: 0,5 %). Els indicadors de confiança empresarial continuen mostrant una divergència entre el bon comportament del sector serveis, la confiança del qual es manté en nivells elevats, i el del sector manufacturer, que continua en nivells compatibles amb la contracció econòmica. Pel que fa als preus, la inflació es va moderar al desembre fins a l'1,9 % interanual (nov25: 2,0 %), mentre que la taxa subjacent — que exclou components més volàtils com l'energia i els aliments— es va mantenir en el 2,3 %.

Espanya continua destacant en positiu dins la zona euro. La sorpresa a l'alça del PIB del 4T25 va situar el creixement anual del 2025 en el 2,8 % (2024: 3,5 %), una moderació molt inferior que l'anticipada durant bona part de l'any. La demanda interna es manté com el principal motor de creixement de l'economia espanyola, cosa que permet compensar una aportació negativa de la demanda externa en un context internacional volàtil i de dinamisme moderat a les principals destinacions comercials. El creixement econòmic afavoreix una certa continuïtat en el procés de despallanquejament, tant del sector públic —amb el deute públic reduint-se fins al 103,2 % del PIB el 3T25 (2T25: 103,5 %)— com del sector privat. En aquest context, diversos organismes estan revisant a l'alça les seves perspectives per a l'economia espanyola el 2026, si bé apunten a una certa desacceleració. Així, l'AIReF va elevar la previsió fins al 2,6 % (anterior: 2,1 %) i l'FMI la va situar en el 2,3 % (anterior: 2,0 %). Per sectors, destaca que l'any 2025 va registrar un nou rècord d'arribades de turistes, fins als 97 milions, mentre que la despesa dels turistes internacionals va augmentar un 6,8 % interanual. El sector immobiliari manté un dinamisme elevat dels preus (des25: 13,9 % interanual; nov25: 13,4 %) i un dinamisme encara escàs de l'activitat de construcció. Pel que fa als preus, la inflació es va moderar al desembre fins al 2,9 % (nov25: 3,0 %), mentre que la taxa subjacent es va mantenir en el 2,6 %.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2025
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, oct-25)
Estats Units	PIB (% interanual)	2,3	2,1	2,8	2,0
	IPC (% interanual)	2,7	3,0	2,9	2,7
	Taxa d'atur (%)	4,4	4,4	4,1	4,2
Zona euro	PIB (% interanual)	1,3	1,4	1,3	1,2
	IPC (% interanual)	1,9	2,2	2,4	2,1
	Taxa d'atur (%)	6,2	6,4	6,3	6,4
Espanya	PIB (% interanual)	2,6	2,7	3,7	2,9
	IPC (% interanual)	2,6	2,5	2,4	2,4
	Taxa d'atur (%)	9,9	10,5	10,6	10,8

Font: Bloomberg i FMI.

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

El BCE no va celebrar cap reunió de política monetària el gener del 2026, en un context en què les condicions econòmiques permeten a la màxima autoritat monetària mantenir-se en una zona de «comoditat». La inflació a la zona euro se situa al voltant de l'objectiu del BCE, mentre que

l'activitat mostra senyals de millora des de nivells moderats. En aquest sentit, el governador del Banc de França va descartar un augment del tipus rector —excepte en el cas d'un xoc econòmic inesperat—, així com una retallada del tipus rector, tot citant la pressió desinflacionista de les importacions xineses i de l'apreciació de l'euro.

El mercat no descompta cap retallada dels tipus de referència per part del BCE, ni en la reunió del mes de febrer ni en el conjunt del 2026.

3.1.2. Fed

En la reunió del 28 de gener, la Fed va mantenir inalterats els tipus d'interès de referència en el rang del 3,50-3,75 %, si bé la decisió no va ser unànime. Dos membres del Comitè de Política Monetària, entre ells Stephen Miran, assessor econòmic de Trump, van votar a favor d'una nova retallada de 25 punts bàsics. Aquesta decisió va suposar la primera pausa de la Fed després d'haver reduït els tipus d'interès oficials en 25 punts bàsics en cadascuna de les tres darreres reunions. En el comunicat, la Fed va mostrar més confiança en la situació econòmica en assenyalar un ritme sòlid d'expansió i senyals d'estabilització en el mercat laboral. En la posterior roda de premsa, el president de la institució, Jerome Powell, va indicar que les dades suggereixen que l'actual política monetària no resulta restrictiva i va insistir que les decisions sobre futures retallades es prendran reunió a reunió.

Tot i el nomenament de Kevin Warsh per presidir la Fed, la independència de la institució ha continuat pressionada per part de l'administració Trump. Kevin Warsh és el candidat amb el perfil més independent, tècnic i antiinflacionista d'entre els considerats pel govern Trump per substituir Powell al final del seu mandat el maig del 2026. Warsh ja havia estat governador de la Fed i havia format part del Comitè de Política Monetària entre el 2006 i el 2011, és a dir, en plena crisi financera internacional. En aquell període, es va mostrar com un falcó de la inflació i de la independència de la Fed, expressant dubtes sobre l'impacte que els programes de compres de deute públic podrien tenir sobre aquesta. D'altra banda, el **Departament de Justícia va obrir una investigació criminal contra Powell** per malversació de recursos públics en relació amb les obres empreses a la seu central de la Fed a Washington, el cost final de les quals (2.500 milions de dòlars) va superar l'estimació inicial (1.900 milions). Powell va denunciar que aquest moviment legal constituïa un element de pressió per no haver reduït els tipus d'interès, tal com havien reclamat diversos membres de l'administració, inclòs el mateix president Trump. Diversos membres del Partit Republicà, incloent-hi senadors, van criticar les accions de l'administració federal i van amenaçar d'aturar els processos de nomenament. Finalment, el **Tribunal Suprem ha iniciat l'estudi del cas sobre Lisa Cook**, membre del Comitè de Política Monetària, a qui Trump va intentar cessar sota acusacions de frau. Els primers interrogatoris han posat en relleu la preocupació dels jutges del Tribunal Suprem per l'impacte que el seu cessament podria tenir sobre la independència de la Fed com a institució.

El mercat no descompta cap retallada del tipus rector de la Fed en la seva pròxima reunió i anticipa poc menys de dues retallades addicionals entre la data actual i finals del 2026.

3.1.3. Altres bancs centrals

El Banc del Japó va mantenir el tipus rector en el 0,75 % en la reunió del mes de gener, amb un membre votant en contra de la decisió majoritària i afavorint un augment fins a l'1,00 %. Diversos responsables del Banc del Japó han assenyalat la necessitat de continuar augmentant el tipus rector, citant la recent depreciació del ien i unes condicions financeres acomodaticies en relació amb uns fonaments econòmics sòlids.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
18 de març	Reunió de la Fed	No es descompta cap acció sobre el tipus rector.
5 de febrer	Reunió del BCE	No es descompta cap acció sobre el tipus rector.

3.2. Renda fixa

La rendibilitat del deute sobirà ha estat sotmesa a una volatilitat notable. Als Estats Units, aquest entorn s'ha traduït en un desplaçament a l'alça de tota la corba de deute sobirà, en un context marcat per diversos factors: (i) l'arrossegament procedent de la corba sobirana japonesa, que ha augmentat el pendent de manera significativa davant les perspectives d'estímul fiscal més grans al país nipó; (ii) els anuncis de venda de bons nord-americans per part d'alguns inversors internacionals com a resposta a l'augment de la pressió geopolítica exercida per l'administració Trump (p. ex., un fons de pensions danès davant la pressió exercida per a l'annexió de Groenlàndia); (iii) una certa millora de les dades d'activitat als Estats Units; i (iv) noves mesures d'expansió fiscal anunciades per Trump. Aquest moviment només s'ha vist parcialment contrarestat pel repunt del soroll geopolític (Veneçuela, l'Iran, entre altres focus) i per senyals que apunten a una voluntat d'intervenció més gran en els mercats financers. En canvi, la rendibilitat del deute sobirà d'Alemanya va tancar el mes en nivells semblants als registrats a finals del 2025.

Tot i les dificultats per aprovar els pressupostos públics, les primes de risc sobirà han continuat reduint-se als països europeus. Al gener, la prima de risc del deute sobirà espanyol a 10 anys ha arribat a cotitzar per sota dels 40 punts bàsics, nous mínims des d'abans de la crisi financera internacional. La nova proposta de model de finançament autonòmic transfereix fins a 1,3 punts percentuals del PIB en recursos del govern central cap a les comunitats autònomes. En aquest sentit, l'agència de qualificació creditícia S&P va advertir que aquesta mesura tindrà un impacte negatiu per al govern central i que, amb una alta probabilitat, comportarà un augment dels dèficits públics agregats. A França, el diferencial amb el deute alemany a 10 anys ha trencat el rang en què havia cotitzat des de mitjan 2024 (entre 65 i 85 punts bàsics) i ha arribat a situar-se per sota dels 60 punts bàsics, fins i tot per sota del deute italià.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros s'han reduït, malgrat haver experimentat una certa volatilitat, tant en el cas del deute d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) com en el de menys qualitat (*high yield*). En tots dos casos, aquesta evolució és el resultat d'un comportament relativament sòlid dels resultats empresarials.

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar s'ha depreciat davant els seus principals encreuaments, afectat pels vaivens de l'administració Trump en relació amb el candidat per presidir la Fed i per la possibilitat que s'optés per un perfil heterodox, un risc que finalment no s'ha materialitzat amb l'elecció de Warsh. El dòlar també s'ha vist penalitzat per unes declaracions de Trump en què exhibia comoditat amb la depreciació de la divisa, si bé, en declaracions posteriors, el secretari del Tresor dels Estats Units, Scott Bessent, va reafirmar el compromís del país amb una política de dòlar fort. En aquest mateix sentit, la Reserva Federal de Nova York va dur a terme un *rate check* en el mercat canviari del ien, una operació destinada a mesurar l'impacte d'una transacció sobre la cotització i que es considera un pas previ a una possible intervenció. Aquesta última notícia va aturar el camí depreciador que el ien havia registrat davant el dòlar nord-americà.

El preu del petroli ha avançat d'una manera notable el mes de gener, amb el suport de l'augment de les tensions internes a l'Iran i de les creixents amenaces de l'administració nord-americana en relació amb una possible intervenció al país persa. Com a resultat, el preu del Brent va superar puntualment la barrera dels 70 dòlars per barril. Posteriorment, unes declaracions de Trump

assenyalant la voluntat d'iniciar negociacions «en els pròxims dies» amb l'Iran en relació amb el programa nuclear van propiciar una moderació de les tensions i, amb això, del preu del cru. Per la seva banda, el preu del gas natural ha registrat forts increments tant als Estats Units com a Europa en un context de meteorologia adversa i temperatures baixes que han elevat la demanda i han tensat l'emmagatzematge. La moderació de les temperatures a la part final del mes ha permès una reversió parcial de l'escalada de preus.

Els preus dels metalls preciosos han estat sotmesos a una volatilitat extrema. En el cas de l'or, el preu va augmentar més d'un 20 % al llarg del mes, impulsat pels factors següents: (i) la preocupació creixent per la inflació als Estats Units davant la possibilitat que s'elegís un president de la Fed de perfil heterodox; (ii) el repunt de les tensions geopolítiques (Veneçuela, Groenlàndia, l'Iran, entre d'altres); (iii) la voluntat més gran dels països de diversificar les seves reserves internacionals fora dels actius denominats en dòlars nord-americans; i (iv) una forta apetència inversora, inclosa per part d'inversors individuals. Finalment, l'elecció de Kevin Warsh com a candidat per presidir la Fed i la reducció del risc geopolític van provocar una caiguda del preu de fins al 13 % les dues últimes sessions del mes. En el cas de la plata, els moviments van ser encara més extrems en repuntar el preu més d'un 60 % durant les primeres setmanes de gener i desfer pràcticament tot el progrés les dues darreres sessions del mes.

En aquest context, els metalls industrials han repuntat amb força, encara que també han registrat ajustos posteriors en les seves cotitzacions, impulsats tant per l'arrossegament del comportament d'altres metalls preciosos com pels anuncis de diversos països, entre aquests els Estats Units i la Xina, sobre la seva voluntat de constituir i/o augmentar reserves estratègiques de metalls. En el cas del coure i l'estany, els preus han arribat a màxims històrics.

Taula 3. Evolució dels mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
BCE - Tipus de refinançament (%)	2,15	2,15	0,0	3,15	-100,0	3,15	-100,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,00	2,00	0,0	3,00	-100,0	3,00	-100,0
Euribor 3 mesos (%)	2,02	2,03	-0,7	2,03	-0,4	2,59	-56,7
Euribor 12 mesos (%)	2,22	2,25	-2,7	2,24	-2,5	2,52	-30,1
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,12	2,14	-1,8	2,12	-0,1	2,03	8,7
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2,88	2,90	-1,7	2,86	2,8	2,39	49,8
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,24	2,29	-5,4	2,27	-2,9	2,25	-0,7
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,24	3,34	-9,5	3,29	-4,4	3,00	24,0
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	36,1	43,9	-7,8	43,3	-7,2	61,9	-25,8
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	57,20	71,10	-13,9	70,90	-13,7	73,00	-15,8
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	60,50	71,30	-10,8	69,60	-9,1	111,70	-51,2
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	3,50	3,50	0,0	3,50	0,0	4,25	-75,0
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,75	0,0	4,50	-75,0
Estats Units: Bo 2 anys (%)	3,58	3,47	10,7	3,47	10,7	4,25	-66,9
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,29	4,19	9,7	4,17	12,1	4,56	-26,8
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)*	50,28	50,15	0,1	50,66	-0,4	54,69	-4,4
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*	241,81	242,15	-0,3	244,24	-2,4	295,10	-53,3
Dòlars per euro	1,179	1,172	0,64%	1,174	0,46%	1,028	14,69%
Lliures esterlines per euro	0,863	0,866	-0,31%	0,872	-1,08%	0,829	4,05%
Iens per euro	183,8	183,1	0,35%	184,1	-0,15%	159,0	15,59%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	97,6	98,4	-0,84%	98,3	-0,74%	105,3	-7,27%
Brent (dòlars per barril)	66,3	60,8	9,09%	60,9	8,91%	76,0	-12,76%
Or (dòlars per unça)	4918,9	4332,3	13,54%	4319,4	13,88%	2815,2	74,73%

* pb fa referència a punts bàsics, equivalents a 0,01%

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

El to dels mercats de renda variable les últimes setmanes ha estat dominat per una ràpida transició des de la tensió política cap a una normalització constructiva, tot i que no exempta de fragilitat. L'inici del mes va estar marcat per episodis de risc geopolític significatiu, vinculats a la situació a Veneçuela, a la nova ofensiva retòrica de Trump sobre Groenlàndia i a les tensions internes als Estats Units al voltant de la Fed i del procés pressupostari. Aquest entorn va generar correccions inicials en els mercats borsaris, amb una sensibilitat especial en els índexs nord-americans, fet que va reflectir el malestar dels inversors davant la imprevisibilitat política. No

obstant això, a mesura que avançava el mes, la narrativa va anar girant cap a un escenari més familiar per als mercats: amenaça, negociació i desescalada (el que s'ha batejat com a TACO). La moderació del discurs de Trump, el recurs a la via diplomàtica i la percepció de límits institucionals van contribuir a reduir el risc extrem descomptat prèviament. A això s'hi va sumar una pressió política directa més baixa sobre la Reserva Federal, cosa que va ajudar a estabilitzar el sentiment inversor. En aquest context, les borses globals van recuperar tracció, amb el suport d'un entorn de tipus més previsible i per l'absència de senyals immediats de deteriorament macroeconòmic. El comportament sectorial ha estat revelador: el sector de la defensa ha destacat clarament, impulsat pel renovat debat sobre despesa militar a Europa, mentre que altres sectors cíclics han reaccionat d'una manera més continguda en espera de més visibilitat. L'atenció del mercat s'ha desplaçat progressivament cap a la temporada de resultats, que emergeix com el principal catalitzador a curt termini.

La temporada de resultats del 4T25 va començar formalment a mitjan gener, tot i que ha començat a guanyar velocitat a finals de mes tot esperant la publicació de resultats d'alguns referents rellevants, especialment en el sector tecnològic. En aquest context, el mercat ha recompensat fortament les companyies de semiconductors després de la publicació excepcional de resultats per part de les dues companyies més crítiques de la cadena de valor, com són Taiwan Semiconductor i ASML. En termes més generals, als Estats Units, amb un 41 % de les companyies de l'S&P 500 havent publicat resultats segons Bloomberg, les sorpreses han estat positives, amb un +0,28 % en vendes i un +2,45 % en beneficis. En termes de creixement interanual, les vendes han augmentat un +8,90 % i els beneficis un +17,01 %. Per la seva banda, l'Euro Stoxx 50, amb un 14% de les companyies havent publicat resultats, ha registrat una sorpresa del +0,79 % en vendes i del +4,74 % en beneficis, mentre que el creixement interanual mostra un augment del +1,71 % en vendes i una caiguda del -27,05 % en beneficis.

Pel que fa al posicionament dels inversors, el panorama continua sent desigual i, fins a cert punt, fràgil, marcat per una combinació de cautela estructural i apetència selectiva pel risc. En termes generals, l'exposició agregada a renda variable no és elevada, fet que reflecteix un rerefons de prudència després d'episodis recents de volatilitat i reajustos ràpids de carteres. Aquesta moderació, però, conviu amb focus clars de concentració, especialment en estils i temàtiques que han funcionat bé recentment. En aquest sentit, la rotació sectorial continua sent incompleta. Els sectors més vinculats al consum domèstic romanen poc representats a les carteres, cosa que suggereix dubtes sobre la solidesa de la demanda final i la sostenibilitat del creixement econòmic. En contrast, els valors tecnològics i els grans noms de creixement han experimentat una reducció del posicionament després de vendes intenses, fet que apunta més a una neteja tàctica que no pas a un abandonament estructural de la temàtica. Des d'una perspectiva geogràfica, a Europa, les estratègies basades en tendències de mercat han guanyat un pes considerable i mostren signes de saturació, amb un nombre reduït de valors concentrant bona part de les pujades. Això incrementa el risc de correccions abruptes si canvia el sentiment. Alhora, els inversors sistemàtics comencen a reduir exposició, mentre que els baixos nivells de protecció davant de caigudes suggereixen una certa complaença latent.

Taula 4. Evolució dels mercats de renda variable

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	6035,93	5850,38	3,17%	5791,41	4,22%	5217,91	15,68%
IBEX 35 (Espanya)	18172,40	17492,40	3,89%	17307,80	5,00%	12205,80	48,88%
DAX (Alemanya)	24925,50	24539,34	1,57%	24490,41	1,78%	21428,24	16,32%
CAC (França)	8198,52	8195,21	0,04%	8149,50	0,60%	7854,92	4,37%
FTSE MIB (Itàlia)	46473,41	45374,03	2,42%	44944,54	3,40%	36218,98	28,31%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	49407,66	48382,39	2,12%	48063,29	2,80%	44421,91	11,22%
S&P 500 (Estats Units)	6976,44	6858,47	1,72%	6845,50	1,91%	5994,57	16,38%
NASDAQ (Estats Units)	25738,61	25206,17	2,11%	25249,85	1,94%	21297,58	20,85%
Russell 2000 (Estats Units)	2640,28	2508,22	5,27%	2481,91	6,38%	2258,42	16,91%
Nikkei 225 (Japó)	54720,66	50339,48	8,70%	50339,48	8,70%	38520,09	42,06%
Hang Seng (Hong Kong)	9053,11	9168,99	-1,26%	8913,68	1,56%	7384,11	22,60%

Font: Bloomberg.

Taula 5. Evolució sectorial dels principals índexs de renda variable des del darrer informe

IBEX 35 (Espanya)		EURO STOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estats Units)	
Consumer Staples	9,2%	Information Technology	13,8%	Energy	10,1%
Industrials	8,9%	Energy	8,7%	Consumer Staples	9,7%
Financials	8,1%	Industrials	6,7%	Materials	8,2%
Information Technology	8,1%	Utilities	6,3%	Industrials	6,6%
Utilities	2,7%	Consumer Staples	5,5%	Communication Services	6,3%
Real Estate	2,4%	Financials	4,6%	Consumer Discretionary	3,7%
Energy	1,4%	Communication Services	3,6%	Health Care	0,5%
Health Care	-1,3%	Materials	2,2%	Information Technology	-0,5%
Materials	-1,6%	Health Care	-2,0%	Utilities	-0,7%
Communication Services	-2,4%	Consumer Discretionary	-8,7%	Financials	-1,5%
Consumer Discretionary	-3,6%				

Font: Bloomberg.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.