

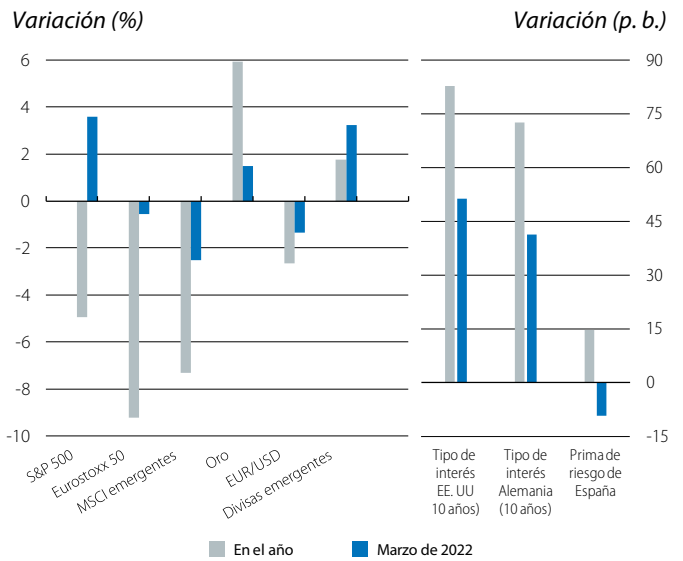
El riesgo de estanflación se filtra en los mercados financieros

Tumultuoso mes marcado por el riesgo geopolítico y la retirada de estímulos. Los mercados financieros continuaron operando bajo un escenario de elevada incertidumbre y volatilidad a medida que los inversores valoraban las implicaciones de la guerra en el crecimiento económico, la inflación y la retirada de estímulos monetarios. De acuerdo con datos preliminares, la crisis parece estar agudizando las presiones alcistas en los precios, vía el encarecimiento de las materias primas y el recrudescimiento de los cuellos de botella, mientras que la recuperación de la demanda se desinfla. En este contexto, los bancos centrales han optado por acelerar las estrategias de normalización de la política monetaria (véase el Focus «[Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización](#)» en este informe). En los mercados, estos factores se reflejaron en movimientos ascendentes en las expectativas de inflación y en los tipos soberanos, así como en una fortaleza del dólar frente al euro. Por su parte, las bolsas recuperaron parte de las recientes caídas, si bien bajo una perspectiva muy incierta sobre la evolución de los beneficios empresariales.

Los mercados de commodities se mantienen tensionados. La incertidumbre sobre el suministro desde Rusia mantuvo el precio de las materias primas en niveles históricamente elevados, no solo en la energía sino también en los metales industriales y los bienes agrícolas. Así, el barril de petróleo Brent llegó a superar los 120 dólares, niveles no vistos en los últimos 10 años. Por su parte, el precio del gas natural europeo (TTF holandés) también repuntó con fuerza, y acumuló una revalorización del 79% desde comienzos de año. La escalada de precios ha generado una presión entre los países consumidores sobre considerar alternativas en el suministro; la UE anunció acuerdos para la venta de gas natural licuado con EE. UU., mientras que se intensificaron las negociaciones sobre un posible acuerdo nuclear con Irán. Por su parte, la OPEP y sus aliados mantuvieron su hoja de ruta sobre el aumento gradual de su oferta de crudo. En balance, los anuncios no parecen ser suficientes para revertir la fuerte subida registrada en los precios desde inicios de año (véase el Focus «[Rusia pone en jaque el escenario del petróleo mundial](#)» en este Informe Mensual).

La Fed prevé subir los tipos oficiales al menos siete veces este año. Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal de EE. UU. fue uno de los primeros bancos centrales de las economías avanzadas en responder al conflicto en Ucrania con un adelanto en su estrategia de retirada de estímulos. De este modo, en la esperada reunión de marzo, el banco central no solo anunció la primera subida en los tipos oficiales (de 25 p. b. hasta el intervalo 0,25%-0,50%), sino que también advirtió que prevé subidas similares en cada una de las seis reuniones restantes este año, así como llevar el tipo medio por encima del nivel de largo plazo en 2023 (estimado en el 2,4%, según la Fed). También confirmó que este mismo verano iniciará la gradual reducción en el tamaño del balance. Desde la reunión de

Variables financieras seleccionadas



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

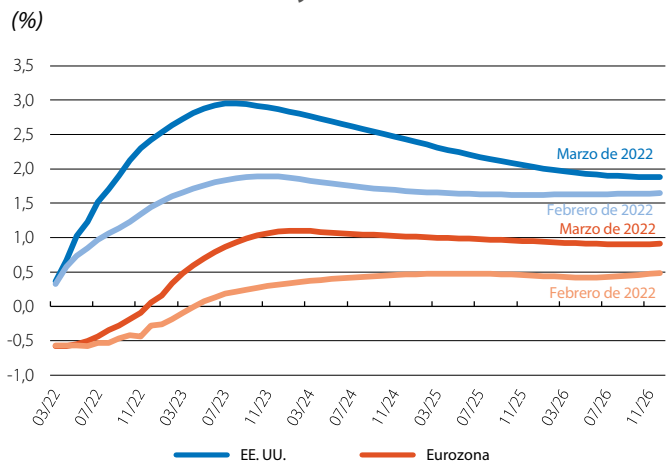
Materias primas

	Medida	Precio	Variación (%)	
			Último mes	En el año
Commodities	Índice	124,4	8,6	25,5
Energía	Índice	45,7	16,0	47,8
Brent	\$/barril	107,9	6,9	38,7
Gas Natural (Europa)	€/MWh	125,9	27,7	79,0
Metales preciosos	Índice	234,0	2,7	6,8
Oro	\$/onza	1.937,4	1,5	5,9
Paladio	\$/onza	2.268,0	-9,0	19,1
Metales industriales	Índice	212,0	12,0	22,6
Aluminio	\$/Tm	3.491,0	3,6	24,3
Níquel	\$/Tm	32.107,0	32,2	54,7
Agrícola	Índice	72,8	4,0	19,8
Soja	\$/bushel	1.618,3	-1,6	21,8
Trigo	\$/bushel	1.006,0	8,4	30,5

Nota: Datos a fin de periodo.

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

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



Nota: Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado.

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

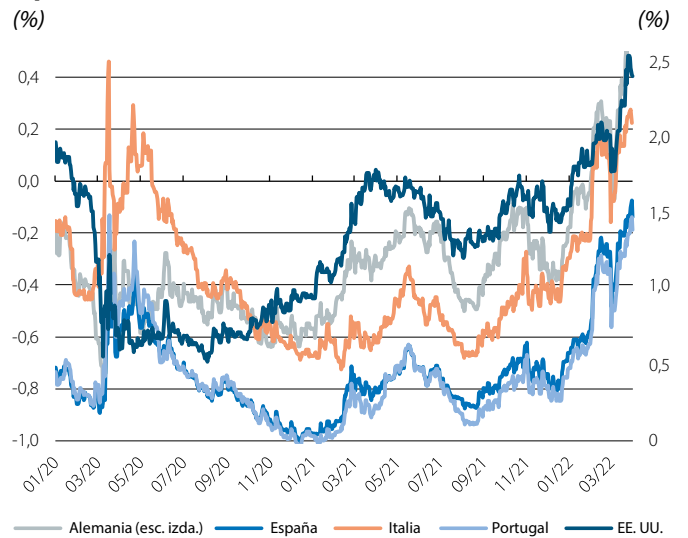
marzo, las declaraciones de los miembros del FOMC han tendido a favorecer subidas de tipos más agresivas para contener la inflación. Como resultado, los inversores han revisado al alza sus previsiones de los tipos oficiales, mientras que la curva del Tesoro estadounidense ha tendido a aplanarse.

El BCE también acelera la retirada de estímulos, pero a un ritmo más lento. Por su parte, el BCE también sorprendió de forma *hawkish* en marzo al anunciar un adelanto en la reducción de las compras netas de activos, tras la revisión al alza en las previsiones de inflación. Así, se realizarán compras de 40.000 millones de euros bajo el APP en abril, 30.000 millones en mayo y 20.000 millones en junio, una revisión sustancial respecto a lo anunciado en febrero. En adelante, las compras dependerán de la evolución de los datos, pero el BCE aclaró que podrían finalizar durante el 3T. En cuanto a los tipos oficiales, el BCE espera realizar la primera subida «un tiempo después» del fin de las compras netas. Sobre este aspecto, los discursos de los miembros del BCE en las últimas semanas han puesto de manifiesto divergencias importantes en el Consejo de Gobierno sobre cuándo iniciar el ciclo de subidas, aunque parece haber consenso en que el proceso debe ser gradual y flexible, lejos de lo anunciado por la Fed. Los mercados monetarios descuentan que el BCE aprobará subidas de, al menos, 50 p. b. al cierre de año. Por otra parte, el Banco de Inglaterra aprobó una nueva subida de tipos del 25 p. b., aunque se mostró cauteloso sobre medidas adicionales.

Mientras, los inversores venden bonos soberanos y compran acciones. Como se señaló anteriormente, la retórica *hawkish* de los bancos centrales y el tensionamiento en las presiones inflacionistas incidieron en un ascenso pronunciado en los tipos de la deuda soberana, principalmente a través del incremento de las expectativas de inflación. De este modo, la rentabilidad del *bund* alemán alcanzó el 0,6%, máximo en los últimos cuatro años, mientras que las primas de riesgo de la deuda de la periferia de la eurozona se mostraron estables. Además, S&P confirmó el *rating* soberano de España en A, y mejoró su perspectiva a «estable». El movimiento de *sell-off* en la deuda soberana tendió a favorecer las bolsas internacionales, sobre todo en EE. UU., donde el sentimiento del inversor se vio respaldado por la solidez de los datos económicos.

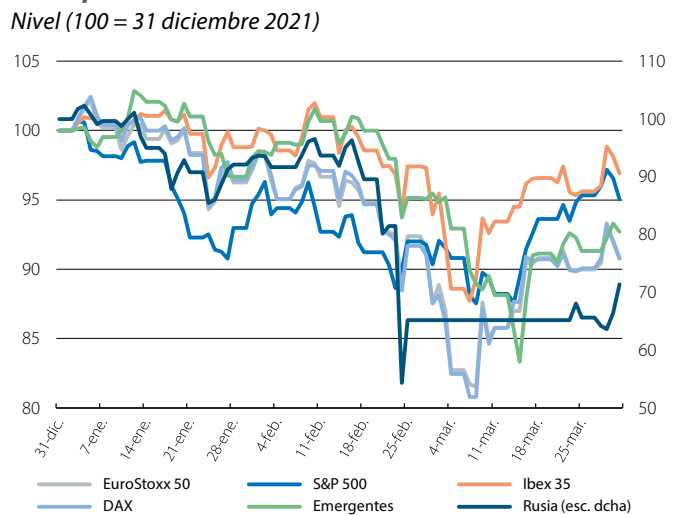
Los mercados emergentes sorteian las turbulencias de marzo. En Moscú, el índice bursátil de referencia (MOEX) registró un avance del 9% desde su reapertura parcial el 24 de marzo, al tiempo que el rublo atenuó las pérdidas frente al euro y el dólar, sostenido, en parte, por los pagos puntuales en el servicio de la deuda externa y por el anuncio de Putin de exigir el pago del gas en rublos. En otros mercados emergentes, las divisas también se recuperaron frente al dólar, si bien el tensionamiento en las presiones inflacionistas y la narrativa más *hawkish* por parte de la Fed llevaron a algunos bancos centrales a aprobar nuevas subidas en los tipos oficiales. Por último, en China, las autoridades se mostraron a favor de nuevas medidas de apoyo a la economía y a los mercados, anuncios que apoyaron a la bolsa y al yuan y ayudaron a suavizar el efecto negativo del rebrote de COVID.

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



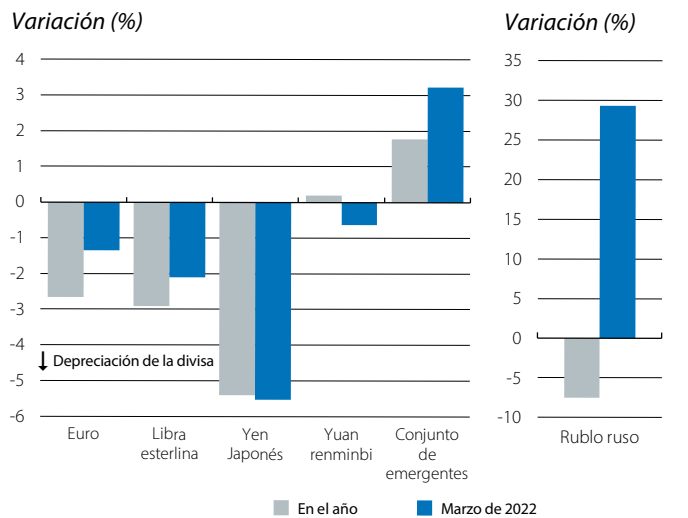
Nota: EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Principales índices bursátiles



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

Divisas frente al dólar



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