

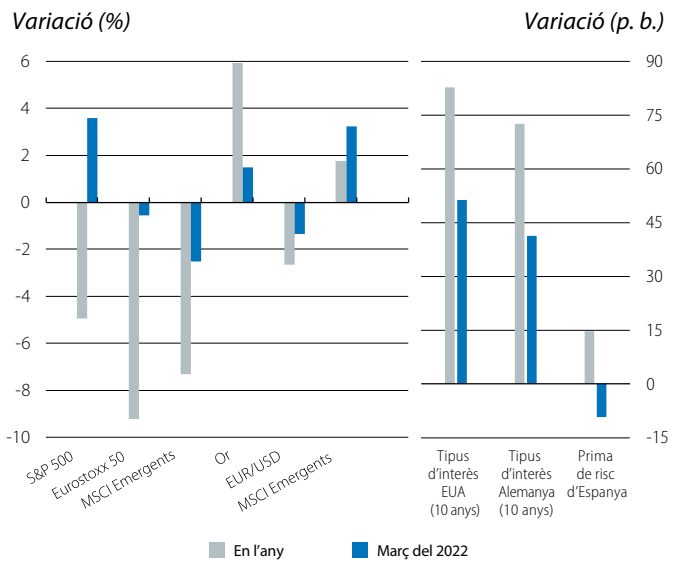
El risc d'estagflació es filtra als mercats financers

Mes tumultuós marcat pel risc geopolític i per la retirada d'estímul. Els mercats financers van continuar operant sota un escenari d'elevada incertesa i volatilitat a mesura que els inversors valoraven les implicacions de la guerra per al creixement econòmic, per a la inflació i per a la retirada dels estímuls monetaris. D'acord amb les dades preliminars, sembla que la crisi està intensificant les pressions alcistes sobre els preus, per la via de l'encariment de les primeres matèries i de la intensificació dels colls d'ampolla, mentre que la recuperació de la demanda es desinfla. En aquest context, els bancs centrals han optat per accelerar les estratègies de normalització de la política monetària (vegeu el Focus «[Fed i BCE, en diferents etapes de la normalització](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*). Als mercats, aquests factors es van reflectir en moviments ascendants en les expectatives d'inflació i en els tipus sobirans, així com en la fortalesa del dòlar en relació amb l'euro. Per la seva banda, les borses van recuperar una part de les caigudes recents, tot i que sota una perspectiva molt incerta sobre l'evolució dels beneficis empresarials.

Els mercats de commodities es mantenen tensionats. La incertesa sobre el subministrament des de Rússia va mantenir el preu de les primeres matèries en nivells històricament elevats, no solament en l'energia, sinó també en els metalls industrials i en els béns agrícoles. Així, el barril de petroli Brent va arribar a superar els 120 dòlars, nivells no vistos en els 10 últims anys. Per la seva banda, el preu del gas natural europeu (TTF holandès) també va repuntar amb força i ha acumulat una revaloració del 79% des de l'inici de l'any. L'escalada de preus ha generat pressió entre els països consumidors sobre la possibilitat de considerar alternatives al subministrament; la UE va anunciar acords amb els EUA per a la venda de gas natural liquat, mentre que es van intensificar les negociacions sobre un possible acord nuclear amb l'Iran. Per la seva banda, l'OPEP i els seus aliats van mantenir el full de ruta sobre l'augment gradual de la seva oferta de cru. En balanç, no sembla que els anuncis siguin suficients per revertir la forta pujada registrada en els preus des de l'inici de l'any (vegeu el Focus «[Rússia posa en escac l'escenari del petroli mundial](#)», en aquest mateix *Informe Mensual*).

La Fed preveu pujar els tipus oficials, com a mínim, set vegades enguany. Pel que fa a la política monetària, la Reserva Federal dels EUA va ser un dels primers bancs centrals de les economies avançades a respondre al conflicte a Ucraïna amb un avançament en la seva estratègia de retirada d'estímuls. D'aquesta manera, en l'esperada reunió del març, el banc central no solament va anunciar la primera pujada en els tipus oficials (de 25 p. b., fins a l'interval 0,25%-0,50%), sinó que també va advertir que preveu pujades similars en cadascuna de les sis reunions restants d'enguany, així com situar el tipus mitjà per damunt del nivell a llarg termini el 2023 (estimat en el 2,4%, segons la Fed). També va confirmar que aquest mateix estiu iniciarà la reducció gradual de la dimensió del balanç. Des de la

Variables financeres seleccionades



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

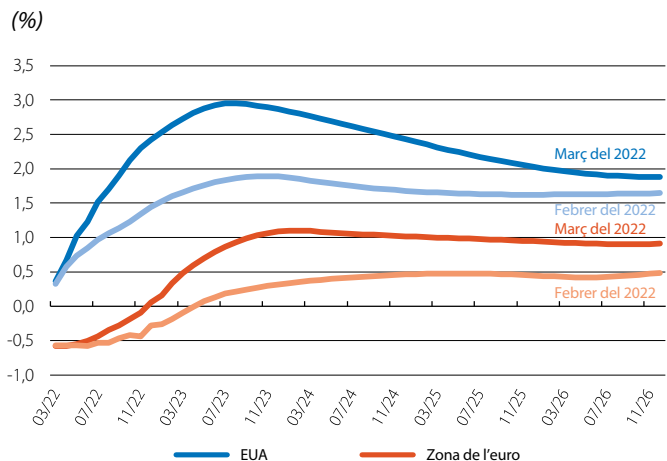
Primeres matèries

	Mesura	Preu	Variació (%)	
			Últim mes	En l'any
Commodities	Índex	124,4	8,6	25,5
Energia	Índex	45,7	16,0	47,8
Brent	\$/barril	107,9	6,9	38,7
Gas natural (Europa)	€/MWh	125,9	27,7	79,0
Metalls preciosos	Índex	234,0	2,7	6,8
Or	\$/unça	1.937,4	1,5	5,9
Pal·ladi	\$/unça	2.268,0	-9,0	19,1
Metalls industrials	Índex	212,0	12,0	22,6
Alumini	\$/Tm	3.491,0	3,6	24,3
Níquel	\$/Tm	32.107,0	32,2	54,7
Agrícola	Índex	72,8	4,0	19,8
Soia	\$/bushel	1.618,3	-1,6	21,8
Blat	\$/bushel	1.006,0	8,4	30,5

Nota: Dades al final del període.

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

Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE



Nota: Forwards sobre l'EFFR i tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat.

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

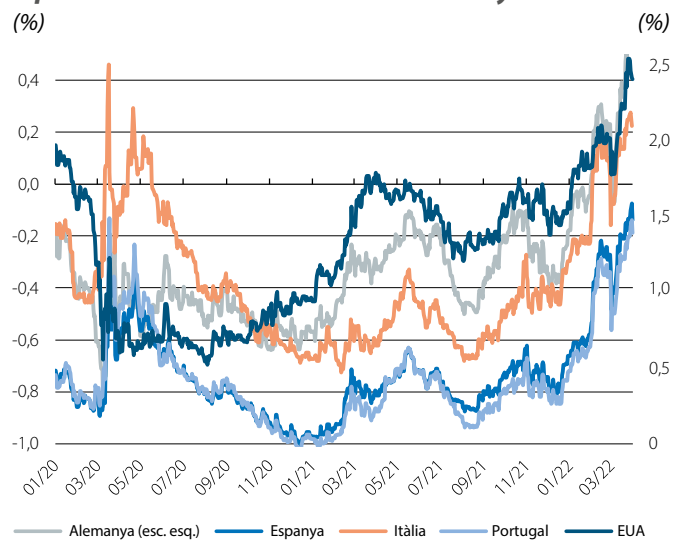
reunió del març, les declaracions dels membres del FOMC han tendit a afavorir pujades de tipus més agressives per contenir la inflació. En conseqüència, els inversors han revisat a l'alça les previsions dels tipus oficials, mentre que la corba del Tresor nord-americà ha tendit a aplanar-se.

El BCE també accelera la retirada d'estímul, però a un ritme més lent. Per la seva banda, el BCE també va sorprendre de forma *hawkish* al març, en anunciar un avançament en la reducció de les compres netes d'actius, després de la revisió a l'alça en les previsions d'inflació. Així, es realitzaran compres de 40.000 milions d'euros sota l'APP a l'abril, 30.000 milions al maig i 20.000 milions al juny, una revisió substancial en relació amb el que s'havia anunciat al febrer. D'ara endavant, les compres dependran de l'evolució de les dades, però el BCE va aclarir que podrien finalitzar durant el 3T. Pel que fa als tipus oficials, el BCE espera dur a terme la primera pujada «un temps després» del final de les compres netes. Sobre aquest aspecte, els discursos dels membres del BCE en les últimes setmanes han posat de manifest divergències importants al si del Consell de Govern sobre quan iniciar el cicle de pujades, tot i que sembla que hi ha consens sobre el fet que el procés ha de ser gradual i flexible, lluny de l'anunciat per la Fed. Els mercats monetaris descompten que el BCE aprovarà pujades de, com a mínim, 50 p. b. al final de l'any. D'altra banda, el Banc d'Anglaterra va aprovar una nova pujada de tipus del 25 p. b., tot i que es va mostrar cautelós sobre altres mesures addicionals.

Mentrestant, els inversors venen bons sobirans i compren accions. Com s'ha comentat amb anterioritat, la retòrica *hawkish* dels bancs centrals i el tensionament en les pressions inflacionistes van incidir en un ascens intens dels tipus del deute sobirà, principalment a través de l'increment de les expectatives d'inflació. D'aquesta manera, la rendibilitat del *bund* alemany va assolir el 0,6%, màxim en els quatre últims anys, mentre que les primes de risc del deute de la perifèria de la zona de l'euro es van mostrar estables. A més a més, S&P va confirmar el ràting sobirà d'Espanya en A i va millorar la seva perspectiva a «estable». El moviment de *sell-off* en el deute sobirà va tendir a afavorir les borses internacionals, sobretot als EUA, on el sentiment de l'inversor va rebre el suport de la solidesa de les dades econòmiques.

Els mercats emergents esquiven les turbulències del març. A Moscou, l'índex borsari de referència (MOEX) va registrar un avanç del 9% des de la seva reobertura parcial el 24 de març, al mateix temps que el ruble va atenuar les pèrdues enfront de l'euro i del dòlar, sostingut, en part, pels pagaments puntuals en el servei del deute extern i per l'anunci de Putin d'exigir el pagament del gas en rubles. En altres mercats emergents, les divises també es van recuperar enfront del dòlar, tot i que el tensionament en les pressions inflacionistes i la narrativa més *hawkish* per part de la Fed van empènyer alguns bancs centrals a aprovar noves pujades en els tipus oficials. Finalment, a la Xina, les autoritats es van mostrar a favor de noves mesures de suport a l'economia i als mercats, anuncis que van fer costat a la borsa i al iuan i que van ajudar a suavitzar l'efecte negatiu del rebrot de COVID.

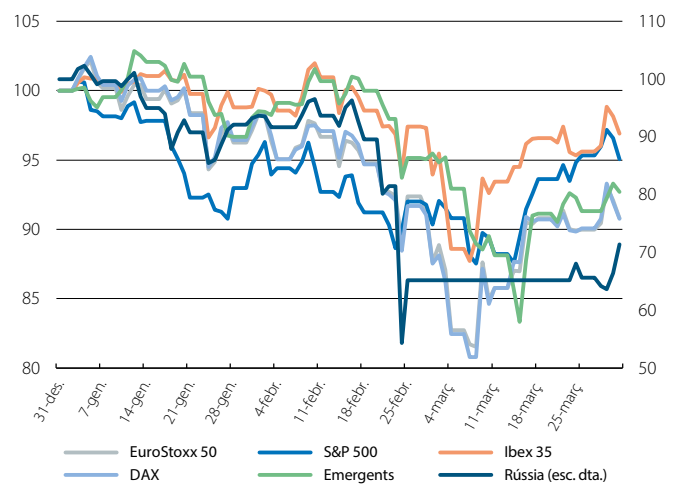
Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: EUA, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Principals índexs borsaris

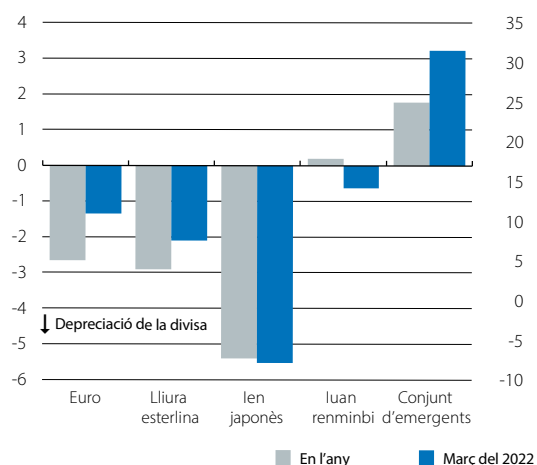
Nivell (100 = 31 desembre 2021)



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

Divises enfront del dòlar

Variació (%)



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