

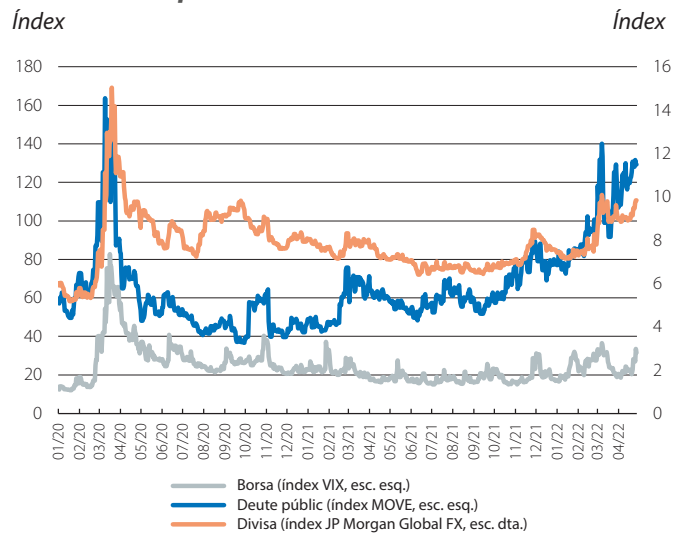
Els bancs centrals guanyen protagonisme

La volatilitat s'incrementa en totes les classes d'actius. Els mercats financers es van endinsar en el 2T de l'any amb el mateix perfil inestable dels dos mesos anteriors. D'una banda, la continuïtat de les pressions alcistes sobre els preus va estar acompanyada per l'enduriment de la retòrica dels responsables de la política monetària de les principals economies desenvolupades, que van coincidir a apuntar la necessitat d'adoptar mesures per sufocar els elevats nivells d'inflació actuals. De l'altra, l'augment dels confinaments a la Xina, arran de l'increment dels casos d'òmicron, unit a l'allargament i a la intensificació del conflicte bèl·lic a Ucraïna, va afegir noves dosis d'incertesa a les perspectives de creixement mundial. En suma, tots aquests components van pesar sobre el sentiment dels inversors, en anticipar un escenari a curt i a mitjà termini protagonitzat per l'augment del ritme de pujades dels tipus d'interès i per la moderació del creixement econòmic. Així mateix, la volatilitat va repuntar i es va estendre a totes les classes d'actius, en especial a les corbes de tipus sobirans.

La Fed podria accelerar el ritme de les pujades dels tipus d'interès. Malgrat que, a l'abril, no va haver-hi reunió del FOMC, el futur de la política monetària als EUA va centrar una gran part de l'atenció dels inversors. El repunt de la inflació al març (fins al 8,5% la general), la previsible extensió de les pressions inflacionistes durant una gran part del 2022 i la solidesa del mercat laboral nord-americà van ser arguments suficients perquè diversos membres de la Fed, entre ells Jerome Powell, es mostressin més *hawkish*. En concret, Powell va apuntar al fet que, mentre la fortalesa de l'economia ho permetés, la Fed contemplava la possibilitat de realitzar diverses pujades dels tipus d'interès, de manera que es podrien aproximar al terreny neutral (estimat per la Fed en el 2,4%) al final de l'any. Aquestes declaracions van alimentar les expectatives dels inversors sobre un ritme de pujades de tipus més agressives, que podria començar, a la reunió del maig, amb un ascens dels tipus de 50 p. b., fins a l'interval de 0,75%-1,00%, i van provocar l'augment de les rendibilitats en la corba de tipus sobirans. De la mateixa manera, els inversors haurien descomptat que, a partir del maig, començaria la reducció del balanç (*quantitative tightening*) a un ritme de 95.000 milions de dòlars al mes, com ho van apuntar les actes de l'última reunió de la Fed.

El BCE també es planteja nous passos per a la normalització monetària. A la reunió de l'abril, l'entitat va anunciar que els indicadors econòmics més recents reforçaven la intenció de finalitzar les compres d'actius sota l'APP en el 3T 2022. Entre aquests indicadors, Christine Lagarde va destacar les expectatives d'inflació, que s'havien situat per damunt del 2% després de l'inici de la guerra a Ucraïna, i que el Consell de Govern seguia de prop el risc de desancoratge d'aquestes expectatives. Aquesta afirmació i les paraules de Lagarde indicant que

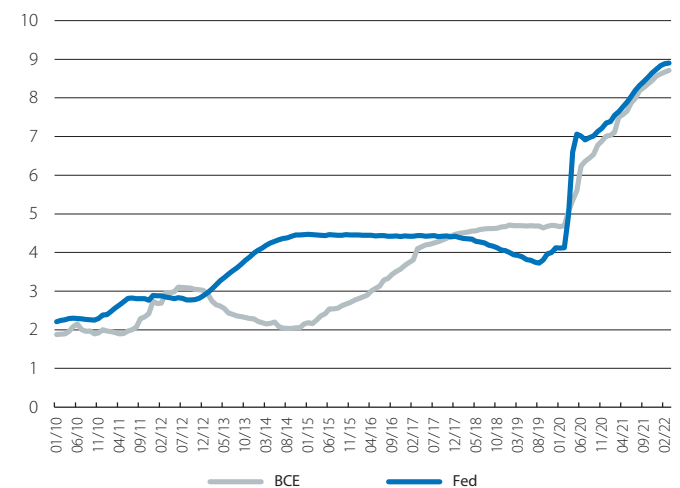
Volatilitat implícita als mercats financers



Font: CaixaBank Research a partir de dades de Bloomberg.

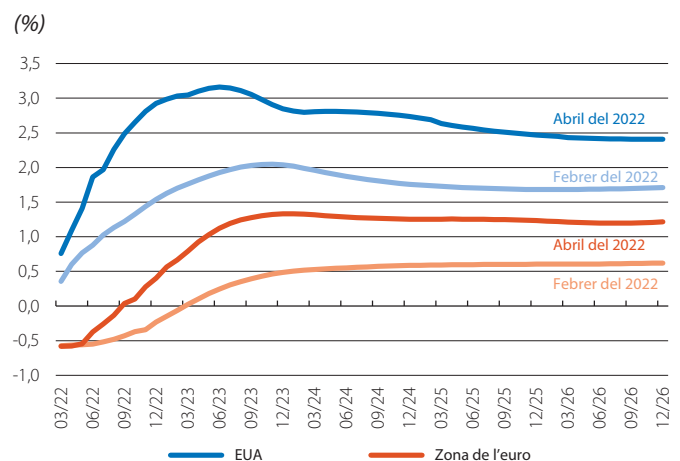
Balanç dels bancs centrals

(Bilions d'euros i de dòlars)



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 sobre el tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de corbes d'interès de mercat.

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

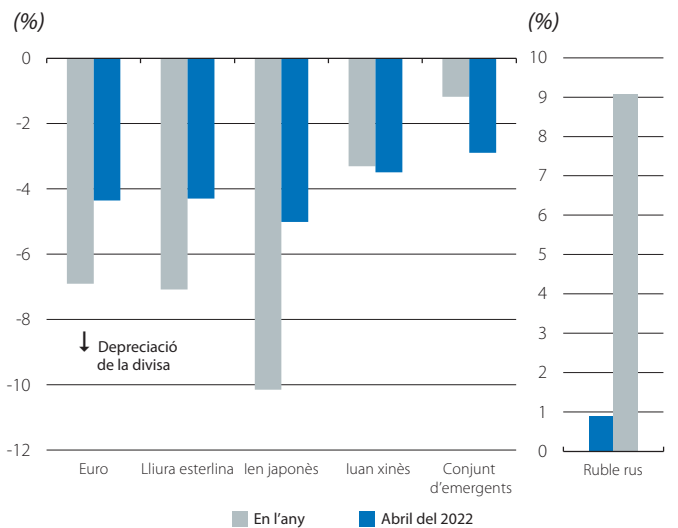
el BCE començaria a apujar els tipus «un temps després» del final de les compres d'actius van ser arguments suficients perquè els inversors estimessin que l'entitat realitzarà la primera pujada de tipus abans de finalitzar l'any. Tot això malgrat que la valoració del BCE de l'escenari econòmic no va ser gaire optimista a conseqüència de la incertesa derivada de la guerra. Així i tot, les corbes de tipus sobirans de la zona de l'euro van repuntar en el mes amb una certa intensitat, amb el *bund* a 10 anys aproximant-se a l'1% i les primes de risc de la perifèria ampliant-se.

El dòlar augmenta la seva fortalesa. El to més agressiu mostrat pels membres de la Fed va contrastar amb la gradualitat del BCE i amb el biaix d'incertesa que es despenia de la situació sanitària a la Xina i del conflicte bèl·lic a Ucraïna. En suma, aquests factors van servir de suport al dòlar, que, afavorit pel seu paper d'actiu refugi, es va continuar apreciant enfront de tots els seus canvis. En concret, aquesta fortalesa es va fer més rellevant enfront del ien japonès (una altra de les divises considerades com a refugi), on la divergència de la política monetària entre les dues economies i l'absència de mesures de suport de les autoritats nipones a la seva moneda van afavorir la feblesa del ien fins al nivell més baix en 20 anys.

Els preus energètics continuen molt volàtils. Un mes més, la incertesa derivada del conflicte bèl·lic a Ucraïna va ser el principal factor d'inestabilitat als mercats energètics. D'una banda, la interrupció del subministrament de gas rus a Polònia i a Bulgària (per la negativa a pagar les importacions en rubles) va desencadenar un nou episodi de volatilitat en els preus del gas natural europeu, que va ser contrarestat, en part, per l'increment de les importacions de gas natural líquid. Totes aquestes oscil·lacions es van produir mentre, al si de la UE, es debatia la possibilitat d'imposar una nova ronda de sancions a Rússia, que podrien afectar el mercat gasístic. De l'altra, el preu del barril de Brent es va mantenir per damunt dels 100 dòlars, amb el suport dels nous obstacles en l'oferta d'alguns països productors i malgrat la revisió a la baixa de les estimacions de la demanda de cru global després del repunt de la pandèmia a la Xina.

Les borses acumulen nous descensos. L'anticipació de l'enduriment de les polítiques monetàries, els senyals de moderació del creixement a la Xina i la guerra van pesar, un mes més, sobre l'apetència pel risc dels inversors i van provocar que els principals índexs borsaris acabessin el mes amb pèrdues, superiors al 8% en el cas de l'S&P 500. En un segon pla va quedar el començament de la campanya de resultats empresarials del 1T 2022, que, malgrat mostrar una tendència generalitzada en l'ajust dels marges, a causa de l'augment de la inflació, va continuar registrant, en termes generals, un percentatge elevat de sorpreses positives (superior al 65% fins al final d'abril). Per la seva banda, l'MSCI EM Markets va cedir prop del 6%, on el mal comportament dels índexs xinesos (penalitzats per l'empitjorament de les perspectives econòmiques domèstiques i per la limitada actuació del seu banc central) es va combinar amb les pèrdues dels principals índexs de l'Amèrica Llatina.

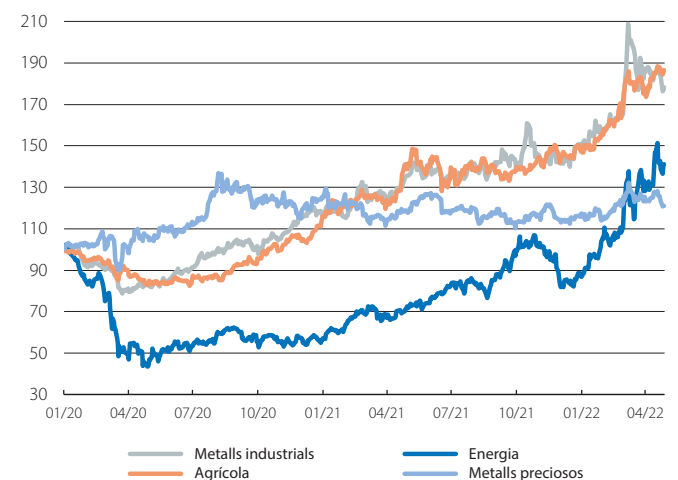
Divises enfront del dòlar



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

Índex de preus de les primeres matèries

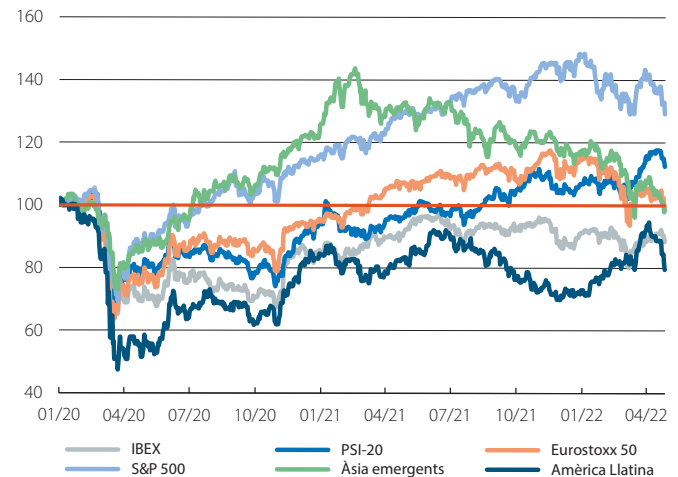
(100 = gener 2020)



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

Principals borses internacionals

Índex (100 = gener 2020)



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