

Los bancos centrales ganan protagonismo

La volatilidad se incrementa en todas las clases de activos.

Los mercados financieros se adentraron en el 2T del año con el mismo perfil inestable de los dos meses anteriores. De una parte, la continuidad de las presiones alcistas sobre los precios vino acompañada por el endurecimiento de la retórica de los responsables de la política monetaria de las principales economías desarrolladas, que coincidieron en apuntar la necesidad de adoptar medidas para sofocar los elevados niveles de inflación actual. De otra, el aumento de los confinamientos en China ante el incremento de los casos de ómicron, unido a la dilatación y recrudecimiento del conflicto bélico en Ucrania, añadieron nuevas dosis de incertidumbre a las perspectivas de crecimiento mundial. En suma, todos estos componentes pesaron en el sentimiento de los inversores, al anticipar un escenario a corto y medio plazo protagonizado por el aumento del ritmo de subidas de los tipos de interés y la moderación del crecimiento económico. Asimismo, la volatilidad repuntó y se extendió a todas las clases de activos, en especial a las curvas de tipos soberanos.

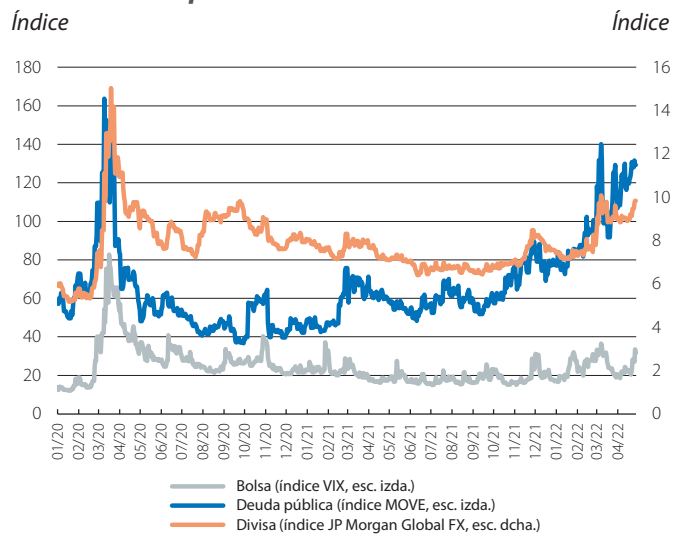
La Fed podría acelerar el ritmo de las subidas de los tipos de interés.

Aunque en abril no hubo reunión del FOMC, el futuro de la política monetaria en EE. UU. centró gran parte de la atención de los inversores. El repunte de la inflación en marzo (hasta el 8,5% la general), la previsible extensión de las presiones inflacionistas durante gran parte del 2022 y la solidez del mercado laboral estadounidense fueron argumentos suficientes para que varios miembros de la Fed, entre ellos Jerome Powell, se mostraran más *hawkish*. En concreto, Powell apuntó a que, mientras la fortaleza de la economía lo permitiera, la Fed contemplaba la posibilidad de realizar varias subidas de los tipos de interés, pudiendo incluso aproximarse al terreno neutral (estimado por la Fed en el 2,4%) a finales de año. Estas declaraciones alimentaron las expectativas de los inversores sobre un ritmo de subidas de tipos más agresivas, que podría comenzar en la reunión de mayo con un ascenso de los tipos de 50 p. b., hasta el intervalo de 0,75%-1,00%, y provocaron el aumento de las rentabilidades en la curva de tipos soberanos. De igual forma, los inversores habrían descontado que a partir de mayo comenzaría la reducción del balance (*quantitative tightening*) a un ritmo de 95.000 millones de dólares al mes, como apuntaron las actas de la última reunión de la Fed.

El BCE también se plantea nuevos pasos para la normalización monetaria.

En su reunión de abril, la entidad anunció que los indicadores económicos más recientes reforzaban la intención de finalizar las compras de activos bajo el APP en el 3T 2022. Entre esos indicadores, Christine Lagarde destacó las expectativas de inflación, que habían ascendido por encima del 2% tras el inicio de la guerra en Ucrania, y que el Consejo de Gobierno seguía de cerca ante el riesgo de desanclaje de las mismas. Esta afirmación y las palabras de Lagarde indicando que el BCE comenzaría a subir los tipos «algún tiempo después»

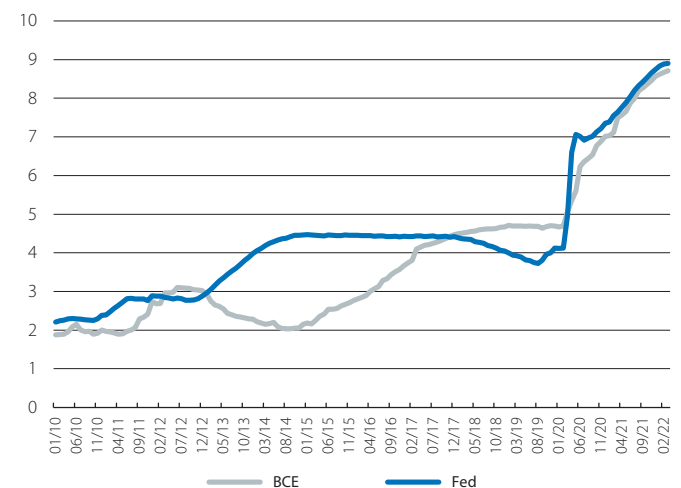
Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

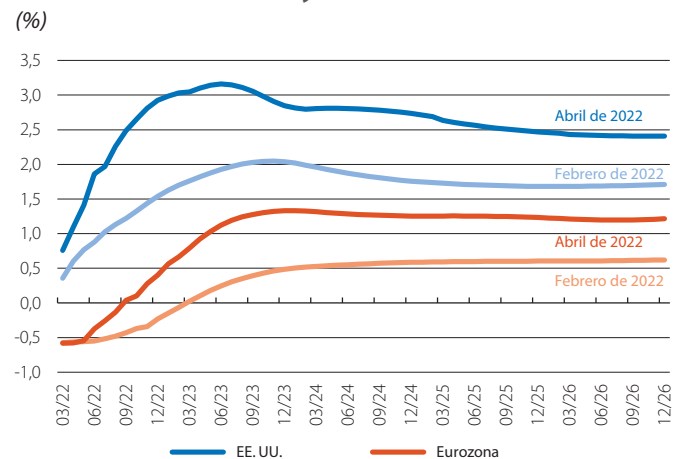
Balance de los bancos centrales

(Billones de euros y dólares)



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 EFRF y el tipo OIS de la eurozona derivados con el modelo de NSS a partir de curvas de interés de mercado.

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

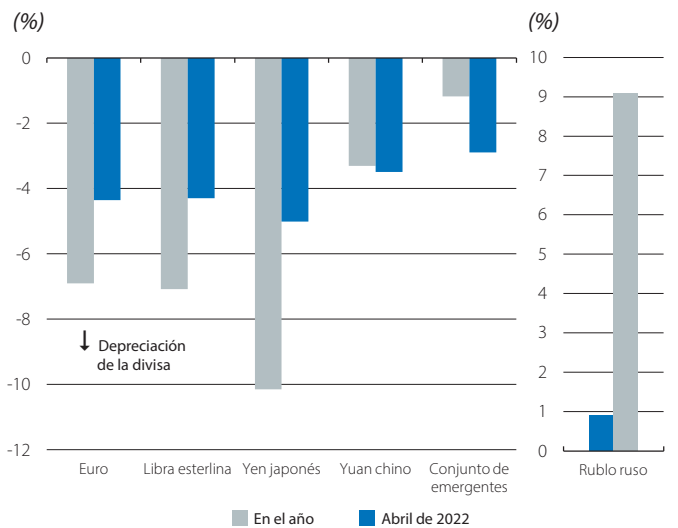
del final de las compras de activos fueron argumentos suficientes para que los inversores estimaran que la entidad realizará su primera subida de tipos antes de finalizar el año. Todo ello pese a que la valoración del BCE del escenario económico no fue muy optimista como consecuencia de la incertidumbre derivada de la guerra. Con todo, las curvas de tipos soberanos de la eurozona repuntaron en el mes con cierta intensidad, con el *bund* a 10 años aproximándose al 1% y las primas de riesgo de la periferia ampliándose.

El dólar aumenta su fortaleza. El tono más agresivo mostrado por los miembros de la Fed contrastó con la gradualidad del BCE y con el sesgo de incertidumbre que se desprendía de la situación sanitaria en China y el conflicto bélico en Ucrania. En suma, estos factores sirvieron de respaldo al dólar que, favorecido por su papel de activo refugio, continuó apreciándose frente a todos sus cruces. En concreto, esta fortaleza se hizo más relevante frente al yen japonés (otra de las divisas consideradas como refugio), donde la divergencia de la política monetaria entre ambas economías y la ausencia de medidas de respaldo de las autoridades niponas a su moneda favorecieron la debilidad del yen hasta el nivel más bajo en 20 años.

Los precios energéticos siguen muy volátiles. Un mes más, la incertidumbre derivada del conflicto bélico en Ucrania fue el principal factor de inestabilidad en los mercados energéticos. De una parte, la interrupción del suministro de gas ruso a Polonia y Bulgaria (por la negativa a pagar las importaciones en rublos) desencadenó un nuevo episodio de volatilidad en los precios del gas natural europeo que fue en parte contrarrestado por el incremento de las importaciones de gas natural licuado. Todas estas oscilaciones se produjeron mientras en el seno de la UE se debatía la posibilidad de imponer una nueva ronda de sanciones a Rusia que podrían afectar al mercado gasístico. De otra, el precio del barril de Brent se mantuvo por encima de los 100 dólares, con el respaldo de los nuevos obstáculos en la oferta de algunos países productores y a pesar de la revisión a la baja de las estimaciones de la demanda de crudo global tras el repunte de la pandemia en China.

Las bolsas acumulan nuevos descensos. La anticipación del endurecimiento de las políticas monetarias, las señales de moderación del crecimiento en China y la guerra pesaron, un mes más, sobre el apetito por el riesgo de los inversores y provocaron que los principales índices bursátiles concluyeran el mes con pérdidas, superiores al 8% en el caso del S&P 500. En un segundo plano quedó el comienzo de la campaña de resultados empresariales del 1T 2022, que, a pesar de mostrar una tendencia generalizada en el ajuste de los márgenes debido al aumento de la inflación, en términos generales, siguió registrando un elevado porcentaje de sorpresas positivas (superior al 65% hasta el final de abril). Por su parte, el MSCI EM Markets cedió cerca de un 6%, donde el mal comportamiento de los índices chinos (penalizados por el empeoramiento de las perspectivas económicas domésticas y la limitada actuación de su banco central) se combinó con las pérdidas de los principales índices de América Latina.

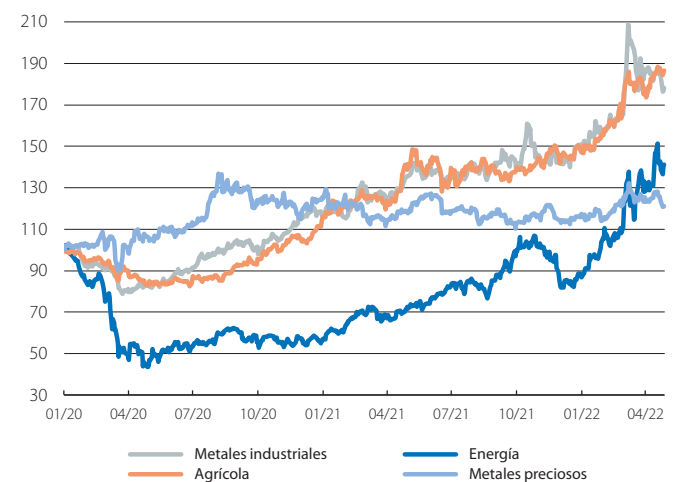
Divisas frente al dólar



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

Índice de precios de las materias primas

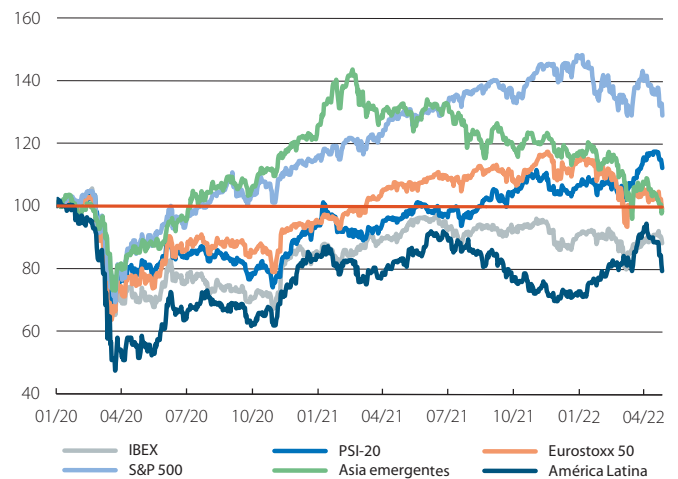
(100 = enero 2020)



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

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2020)



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