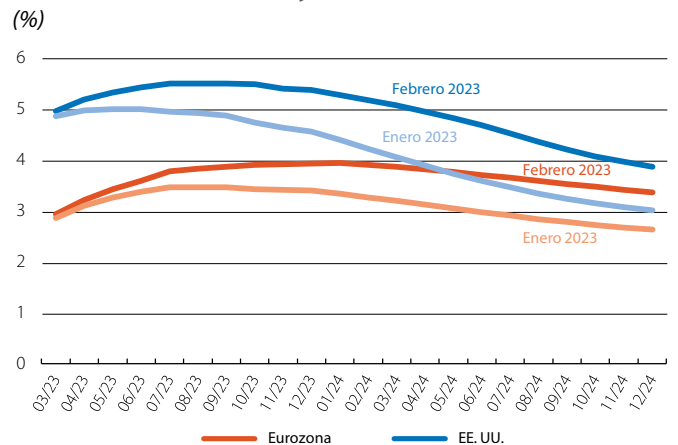


Los mercados anticipan más subidas de tipos de interés

La fortaleza de los datos económicos agita el debate de un *hard landing* frente a un *soft landing*. Tras un enero boyante y optimista, los mercados financieros retomaron la tónica de la volatilidad y el menor apetito por el riesgo a lo largo de febrero, en un contexto donde las sorpresas positivas en los datos económicos no se transmitían en buenas noticias para los activos de riesgo. Así, los inversores interpretaron la fortaleza en los indicadores macro como acicate de la inflación, lo que, a su vez, justificaría una política monetaria más restrictiva por parte de los bancos centrales. De este modo, el debate sobre si la economía mundial se enfrenta a un aterrizaje forzoso (*hard landing*) o suave (*soft landing*) se vio eclipsado por la posibilidad de un *no landing*, es decir, una situación donde, a pesar de los vientos de cara, la actividad y la inflación mundial se resisten a moderarse. En los mercados financieros, este cambio de tono resultó en una revisión notable en las expectativas de los inversores sobre la evolución de los tipos oficiales, lo que ocasionó un nuevo tensionamiento en las condiciones financieras a escala global y acortó las ganancias que se habían registrado tanto en los activos de renta fija como en los de renta variable y las divisas emergentes.

Tipos más altos y por más tiempo. La publicación en febrero de datos de actividad y de empleo mejores de lo previsto, en la eurozona pero especialmente en EE. UU., pusieron de manifiesto la resiliencia económica en el comienzo de año a pesar del endurecimiento de las condiciones financieras. Sin embargo, el optimismo, que alejaba las amenazas de la recesión económica, enseguida se desvaneció al conocerse que esta fortaleza iba acompañada de la persistencia de las tensiones inflacionistas. Esta situación provocó un sesgo restrictivo en el discurso de los miembros de la Fed y el BCE. El de la autoridad monetaria estadounidense fue más notable, al pasar del comentario sobre el inicio del proceso de desinflación de Jerome Powell a principios de mes, a terminar febrero con la mayoría de los miembros apuntando a la necesidad de incrementar los tipos de referencia a un mayor ritmo y por más tiempo para mitigar el auge de los precios. Mientras, el BCE expresó su intención de incrementar los tipos de interés otros 50 p. b. en marzo (hasta el 3,00%), como anticipó en su última reunión, y dejó la puerta abierta a nuevas subidas en los próximos meses. Por su parte, los inversores modificaron rápidamente al alza sus expectativas sobre el escenario monetario a corto y medio plazo, que hasta el momento anticipaba el final del ciclo alcista de los tipos de interés alrededor del verano. Así, los mercados monetarios cotizaron que los tipos de la Fed alcanzarían el pico en el 5,50% antes del verano y que los del BCE lo harían en otoño casi en el 4,00%, retrasando las probabilidades de bajadas para ambos casos para bien entrado 2024.

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

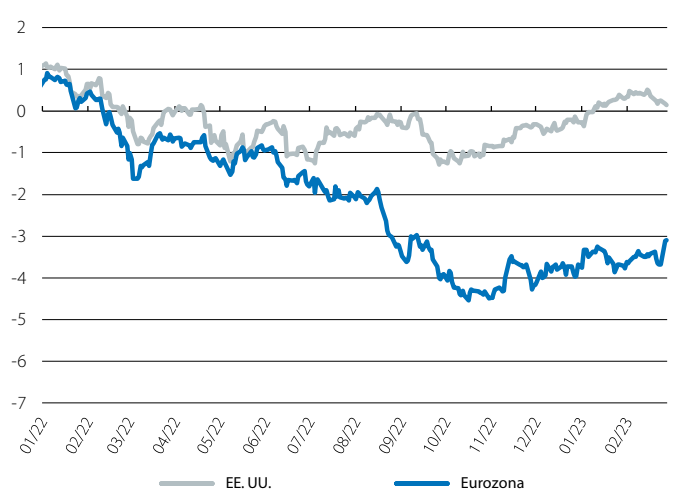


Nota: Forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona derivados con el modelo de NSS a partir de curvas de interés de mercado.

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

Condiciones financieras

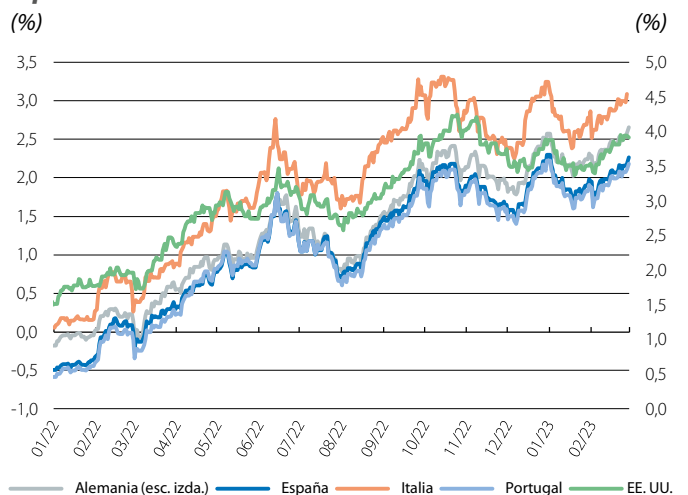
Índice (0 = promedio histórico)



Nota: Un valor positivo indica condiciones acomodaticias, mientras que un valor negativo señala condiciones financieras más restrictivas. El promedio histórico de referencia corresponde al periodo 1994-2008.

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

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Nota: EE. UU., España, Italia y Portugal (esc. dcha.).

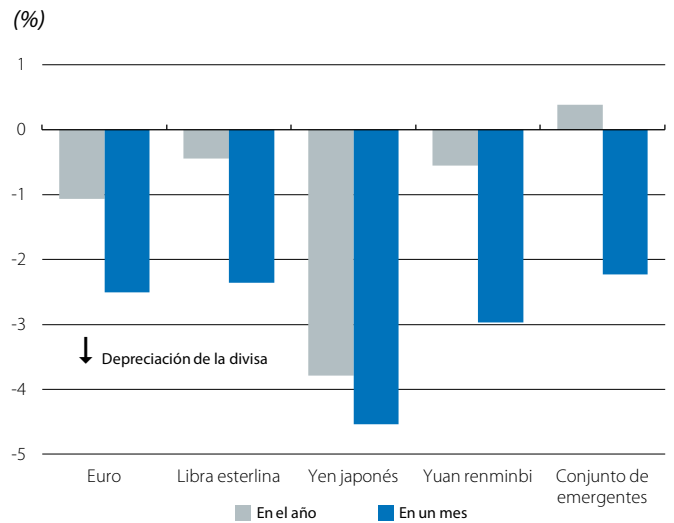
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

La rentabilidad de la deuda soberana repunta. Dentro de un nuevo episodio de volatilidad, el movimiento de los mercados hacia un escenario en el que los tipos de interés se mantienen en niveles restrictivos durante más tiempo se reflejó en el aumento de los tipos de interés a lo largo de las curvas soberanas a ambos lados del Atlántico. En EE. UU., el tipo a 2 años alcanzó el 4,8%, su nivel más alto en 15 años, mientras que el del *treasury* a 10 años concluyó en el umbral del 4%. En la eurozona, el movimiento de las curvas fue semejante, con la rentabilidad del *bund* a 10 años situándose en el 2,65%, máximo desde 2011. En ambos casos, los movimientos en el tramo corto de la curva fueron más intensos que en el tramo largo. A pesar de la subida de rentabilidades, las primas de riesgo de los países periféricos siguieron mostrando un comportamiento relativamente favorable, con el diferencial español permaneciendo por debajo de los 100 p. b. De otra parte, el dólar capitalizó el desplazamiento al alza de la curva de tipos en EE. UU. así como el aumento de la volatilidad en los mercados monetarios, y se revalorizó frente al resto de divisas. En su intercambio con el euro se apreció cerca de un 3% en el mes, aunque esta tendencia podría revertirse de cara a los próximos trimestres (véase el Focus «[Sobre el movimiento de ida y vuelta del \(king\) dólar](#)» en este mismo informe).

Los productos energéticos se abaratan. El precio del Brent concluyó febrero levemente a la baja (-0,7% mensual) y encadenó el cuarto mes de descensos. Su cotización estuvo afectada por el aumento de los inventarios en EE. UU. y por los temores a que el endurecimiento de la política monetaria estadounidense pueda enfriar la demanda a nivel mundial. Sin embargo, la incipiente mejora de los datos de actividad en China y las escasas perspectivas de un aumento de la oferta por parte de la OPEP compensaron las presiones bajistas sobre el petróleo. Asimismo, el gas natural europeo (la referencia TTF holandés) se abarató un 19% en febrero y acumuló un descenso del 86% desde los máximos del pasado agosto (aunque todavía un 250% por encima de su promedio precrisis). El precio se situó por debajo de los 50 €/MWh gracias al elevado nivel de reservas gasísticas de la UE, el repunte de las importaciones de gas natural licuado y la meteorología favorable.

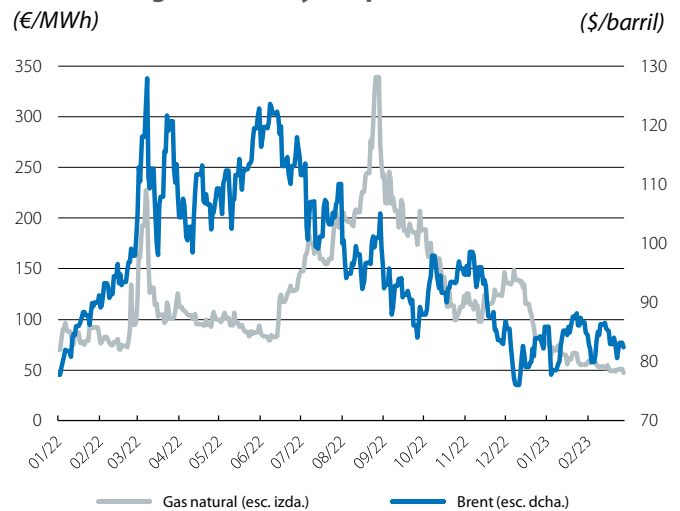
El giro en las expectativas de los tipos de interés empaña las ganancias bursátiles. La perspectiva de un escenario con tipos de interés más elevados durante más tiempo enturbió el ánimo de los inversores respecto a la marcha del ciclo económico. Este aspecto fue especialmente notable en el comportamiento de los índices bursátiles estadounidenses, que concluyeron el mes con retrocesos superiores al 2%. Los índices europeos registraron mejor comportamiento (Eurostoxx 50 +2%) y en especial el IBEX 35, que obtuvo las mayores ganancias (+4%), favorecidos por la composición de los índices, donde los sectores de sesgo defensivo tienen mayor presencia que en EE. UU. En los mercados emergentes, por el contrario, se impuso la toma de beneficios, con retrocesos que se acercan al 20% en términos interanuales, ante la continuidad del entorno financiero restrictivo a nivel global.

Divisas frente al dólar



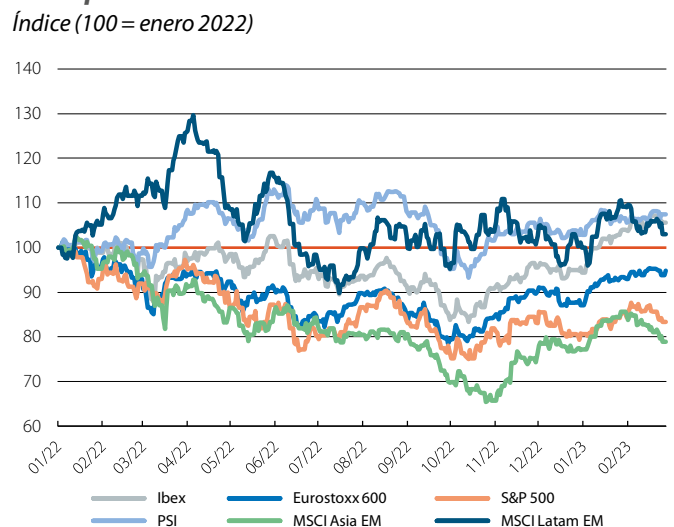
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precios del gas natural y del petróleo



Nota: El precio del gas natural corresponde al TTF holandés. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales



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