

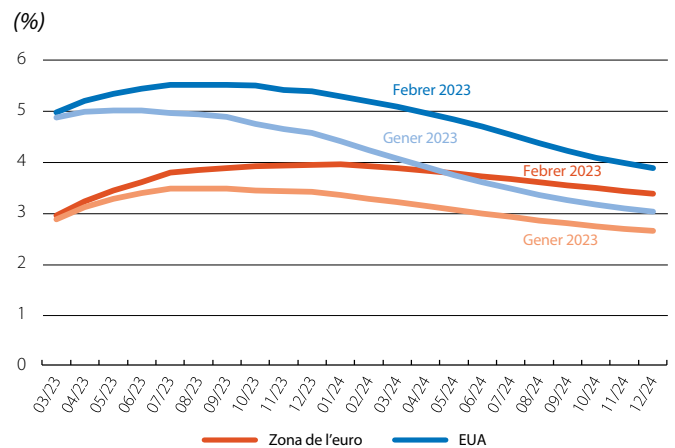
Els mercats anticipen més pujades de tipus d'interès

La fortalesa de les dades econòmiques agita el debat entre *hard landing* i *soft landing*. Després d'un gener pròsper i optimista, els mercats financers van reprendre la tònica de la volatilitat i de la menor apetència pel risc al llarg de febrer, en un context on les sorpreses positives en les dades econòmiques no es convertien en bones notícies per als actius de risc. Així, els inversors van interpretar la fortalesa en els indicadors macro com un esperó de la inflació, la qual cosa, al seu torn, justificaria una política monetària més restrictiva per part dels bancs centrals. D'aquesta manera, el debat sobre si l'economia mundial s'enfronta a un aterratge forçós (*hard landing*) o suau (*soft landing*) es va veure eclipsat per la possibilitat d'un *no landing*, és a dir, una situació on, malgrat els vents de cara, l'activitat i la inflació mundial es resisteixen a moderar-se. Als mercats financers, aquest canvi de to va comportar una revisió notable de les expectatives dels inversors sobre l'evolució dels tipus oficials, la qual cosa va ocasionar un nou tensionament de les condicions financeres a escala global i va escurçar els guanys que s'havien registrat tant en els actius de renda fixa com en els de renda variable i les divises emergents.

Tipus més alts i per més temps. La publicació al febrer d'unes dades d'activitat i d'ocupació millors del que es preveia, a la zona de l'euro i, en especial, als EUA, va posar de manifest la resiliència econòmica al començament d'enguany, malgrat l'enduriment de les condicions financeres. No obstant això, l'optimisme, que allunyava les amenaces de la recessió econòmica, es va esvaïr de seguida en constatar-se que aquesta fortalesa anava acompanyada de la persistència de les tensions inflacionistes. Aquesta situació va provocar un biaix restrictiu en el discurs dels membres de la Fed i del BCE. El de l'autoritat monetària nord-americana va ser més notable, en passar del comentari sobre l'inici del procés de desinflació de Jerome Powell a principis de mes a acabar el febrer amb la majoria dels membres apuntant a la necessitat d'incrementar els tipus de referència a un ritme més intens i durant més temps per mitigar l'auge dels preus. Mentrestant, el BCE va expressar la seva intenció d'incrementar els tipus d'interès uns altres 50 p. b. al març (fins al 3,00%), com ho va anticipar en l'última reunió, i va deixar la porta oberta a noves pujades en els propers mesos. Per la seva banda, els inversors van modificar ràpidament a l'alça les expectatives sobre l'escenari monetari a curt i a mitjà termini, que, fins llavors, situava el final del cicle alcista dels tipus d'interès al voltant de l'estiu. Així, els mercats monetaris van cotitzar que els tipus de la Fed assolirien el pic en el 5,50% abans de l'estiu i que els del BCE ho farien a la tardor gairebé en el 4,00%, i, en els dos casos, van ajornar les probabilitats de baixades fins ben entrat el 2024.

La rendibilitat del deute sobirà repunta. En un nou episodi de volatilitat, el moviment dels mercats cap a un escenari en què

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

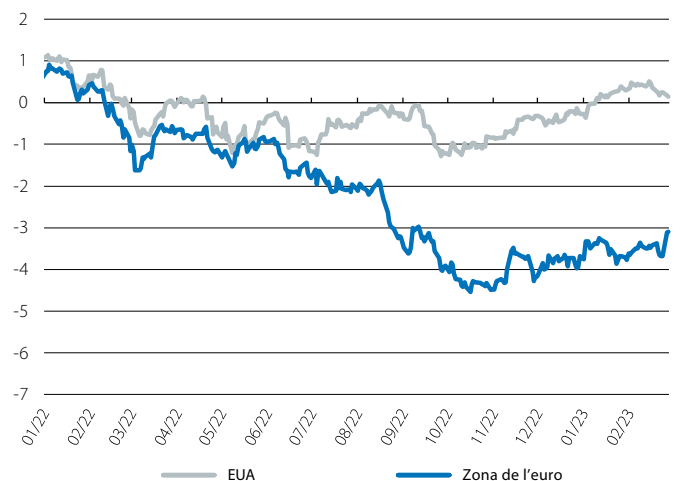


Nota: Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de les corbes d'interès de mercat.

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

Condicions financeres

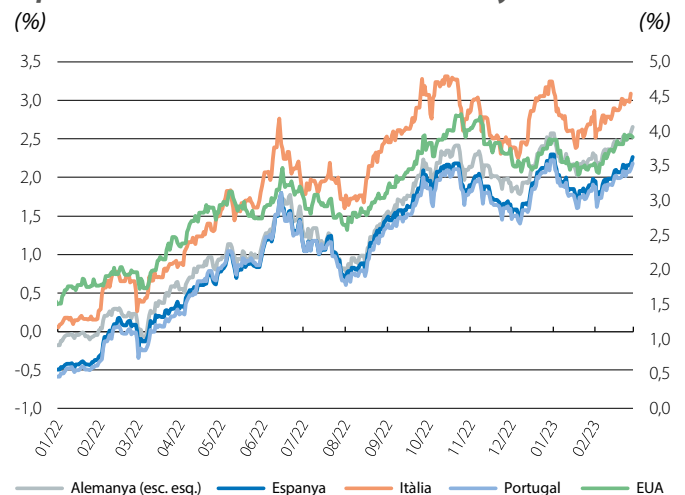
Índex (0 = mitjana històrica)



Nota: Un valor positiu indica condicions acomodaticies, mentre que un de negatiu assenyalava condicions financeres més restrictives. La mitjana històrica de referència correspon al període 1994-2008.

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

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: EUA, Espanya, Itàlia i Portugal (esc. dta.).

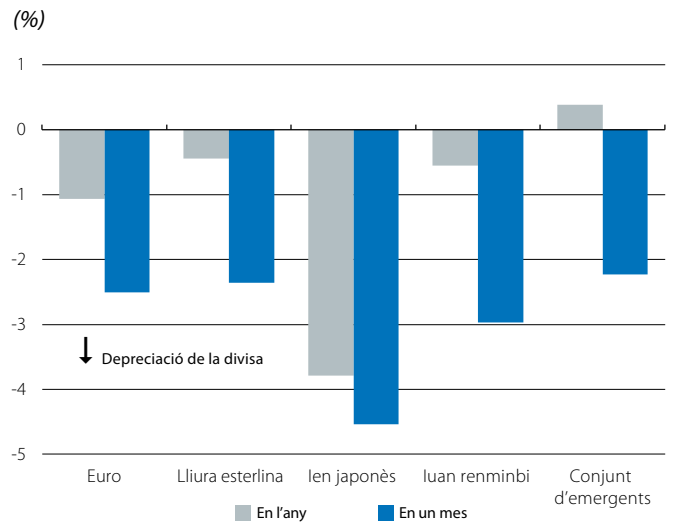
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

els tipus d'interès es mantenen en nivells restrictius durant més temps es va reflectir en l'augment dels tipus d'interès al llarg de les corbes sobiranes a les dues bandes de l'Atlàntic. Als EUA, el tipus a 2 anys va assolir el 4,8%, el nivell més alt en 15 anys, mentre que el del *treasury* a 10 anys va acabar en el llindar del 4%. A la zona de l'euro, el moviment de les corbes va ser semblant, amb la rendibilitat del *bund* a 10 anys situant-se en el 2,65%, màxim des del 2011. En els dos casos, els moviments en el tram curt de la corba van ser més intensos que en el tram llarg. Malgrat la pujada de les rendibilitats, les primes de risc dels països perifèrics van continuar mostrant un comportament relativament favorable, amb el diferencial espanyol mantenint-se per sota dels 100 p. b. D'altra banda, el dòlar va capitalitzar el desplaçament a l'alça de la corba de tipus als EUA i l'augment de la volatilitat als mercats monetaris i es va revalorar enfront de la resta de divises. En l'intercanvi amb l'euro es va apreciar prop del 3% al llarg del mes, tot i que aquesta tendència es podria revertir en els propers trimestres (vegeu el Focus «Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) dòlar», en aquest mateix informe).

Els productes energètics s'abarateixen. El preu del Brent va acabar el mes de febrer lleugerament a la baixa (el -0,7% mensual) i va encadenar el quart mes de descensos. La seva cotització va estar afectada per l'augment dels inventaris als EUA i pel temor que l'enduriment de la política monetària nord-americana pugui refredar la demanda a nivell mundial. No obstant això, la millora incipient de les dades d'activitat a la Xina i les escasses perspectives d'un augment de l'oferta per part de l'OPEP van compensar les pressions a la baixa sobre el petroli. Així mateix, el gas natural europeu (la referència del TTF holandès) es va abaratir el 19% al febrer i va acumular un descens del 86% des dels màxims de l'agost (tot i que encara es manté el 250% per damunt de la mitjana precisi). El preu es va situar per sota dels 50 €/MWh gràcies a l'elevat nivell de reserves gasístiques de la UE, al repunt de les importacions de gas natural líquid i a la meteorologia favorable.

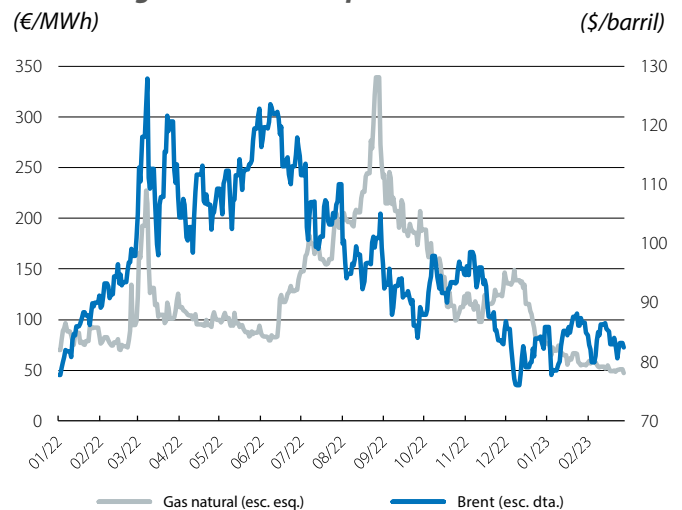
El gir en les expectatives dels tipus d'interès entela els guanys borsaris. La perspectiva d'un escenari amb tipus d'interès més elevats durant més temps va enterbolir l'ànim dels inversors en relació amb la marxa del cicle econòmic. Aquest aspecte va ser especialment notable en el comportament dels índexs borsaris nord-americans, que van acabar el mes amb reculades superiors al 2%. Els índexs europeus van registrar un comportament més positiu (Eurostoxx 50, el +2%), i, en especial, l'IBEX 35, que va obtenir els guanys més elevats (el +4%), afavorits per la composició dels índexs, on els sectors amb un biaix defensiu tenen més presència que als EUA. Als mercats emergents, en canvi, es va imposar la presa de beneficis, amb reculades que s'acosten al 20% en termes interanuals, atesa la continuïtat de l'entorn financer restrictiu a nivell global.

Divises enfront del dòlar



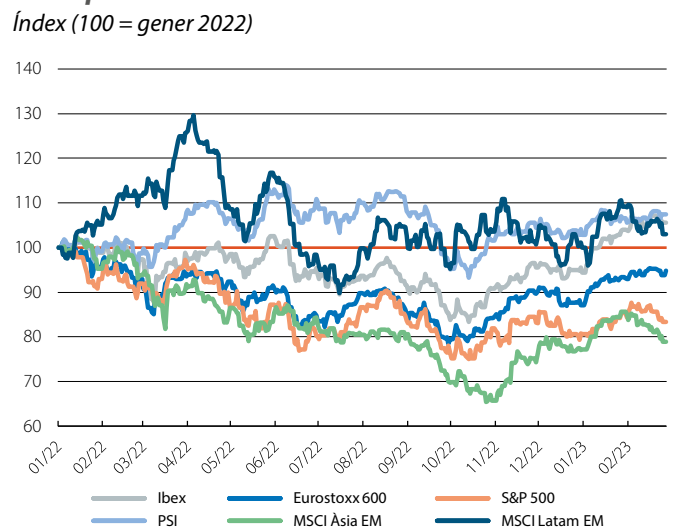
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preus del gas natural i del petroli



Nota: El preu del gas natural correspon al TTF holandès.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Principals borses internacionals



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