

# Les turbulències financeres s'intensifiquen, però no ofeguen el mercat ni els bancs centrals

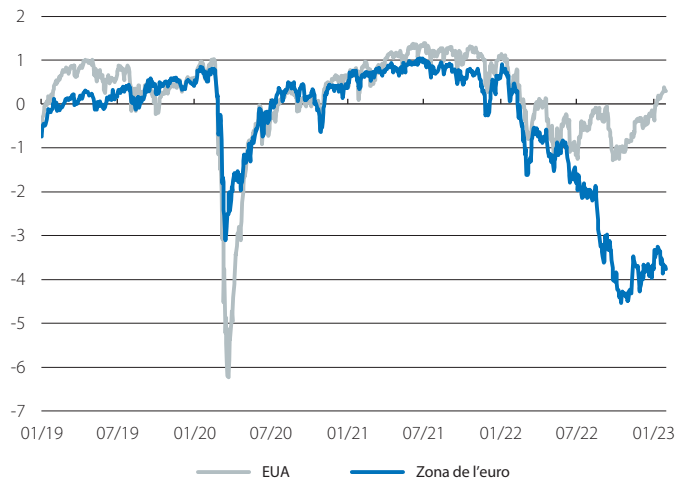
**El mercat supera una primera materialització dels riscos de les pujades de tipus.** Al març, el mercat ha experimentat el tercer gran moviment des de l'inici de l'any. Si el gener va estar marcat per la desacceleració de la inflació i per una renovada apetència pel risc, revertida al febrer per la resiliència del cycle i dels preus, al març, la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) als EUA va generar un episodi de pànic breu però intens. Així, les expectatives de tipus d'interès van acabar el trimestre al nivell de mitjan gener –tot i que per raons molt diferents– amb nivells terminals més baixos i breus (és a dir, sostinguts durant menys temps) a les dues bandes de l'Atlàntic. D'altra banda, el paper sobirà nord-americà a 2 anys va experimentar el seu major rally en els 35 últims anys després del col·lapse de l'SVB, amb la rendibilitat caient més de 130 p. b. en tot just una setmana. Aquesta volatilitat no va ser tan intensa als mercats borsaris, on les reculades es van concentrar a la banca i en altres sectors molt exposats als tipus d'interès (en gran part ja corregits a Europa). Les primeres matèries, llastades per una demanda feble en els últims mesos, també van patir amb la inestabilitat.

**Un tipus terminal més baix i breu.** El repunt global d'aversion al risc va generar una volatilitat molt elevada en les expectatives de tipus d'interès al març. Al començament del mes, la inflació persistent i la resiliència de l'activitat van dur el mercat a descomptar tipus terminals del 4,25% a Europa i fins al 5,75% als EUA, però el col·lapse de l'SVB i la venda de Credit Suisse van revertir intensament aquests moviments. Els implícits del mercat monetari van passar, així, de descomptar pujades de fins a 175 p. b. i 100 p. b. a Europa i als EUA, respectivament, a, fins i tot, descomptar baixades de tipus cap a l'estiu en el cas de la Fed. Després de remetre el pànic, el BCE va augmentar els tipus en 50 p. b. en la reunió del març, la qual cosa va portar el tipus *depo* fins al 3,0%, tot i que va abandonar qualsevol tipus de *forward guidance*. La Fed també va pujar els tipus en 25 p. b., tot i que va assenyalar el final proper del cycle de pujades de tipus. Al final del mes, unes dades d'inflació europea amb més inèrcia van arrossegar de nou les expectatives de tipus a l'alça i van descomptar un nivell terminal del BCE del 3,5%, mentre que, als EUA, les expectatives es van quedar en una última pujada de 25 p. b. al maig per a la Fed.

**La rendibilitat del deute sobirà pateix un enfonsament sobtat i desencadena una volatilitat elevada.** Les expectatives volàtils dels tipus d'interès van arrossegar també les cotitzacions del deute públic a les dues bandes de l'Atlàntic, en especial les referències a més curt termini. Així, la rendibilitat del bo sobirà alemany a 2 anys, que, al començament del mes, va assolir màxims des de la crisi financera al voltant del 3,3%, va cedir més de 100 p. b. amb l'*affaire* Credit Suisse i, un cop digerida la pujada de tipus del BCE i superades les turbulències, va recuperar uns 40 p. b. Més intensa, fins i tot, va ser la cessió de la referència nord-americana a 2 anys, que, en el seu major rally des del 1987, va arribar a perdre 130 p. b. en relació amb els màxims del 5% del començament de març. De manera coherent amb un final imminent de les pujades de tipus de la Fed, la recuperació dels tipus a 2 anys en l'última setmana també

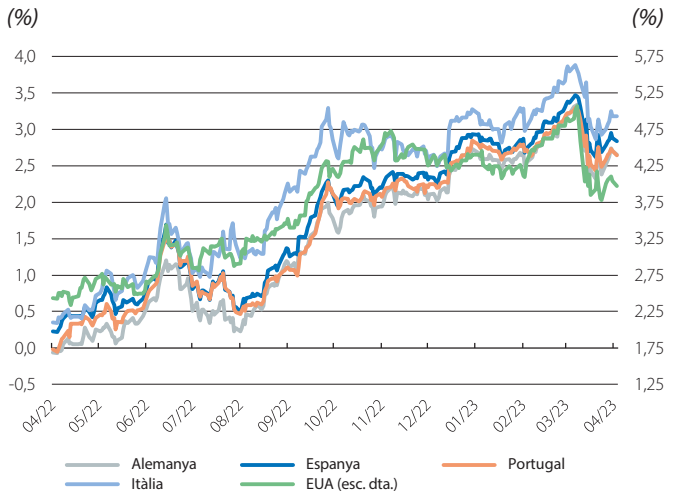
## Condicions financeres

Índex (0 = mitjana històrica)



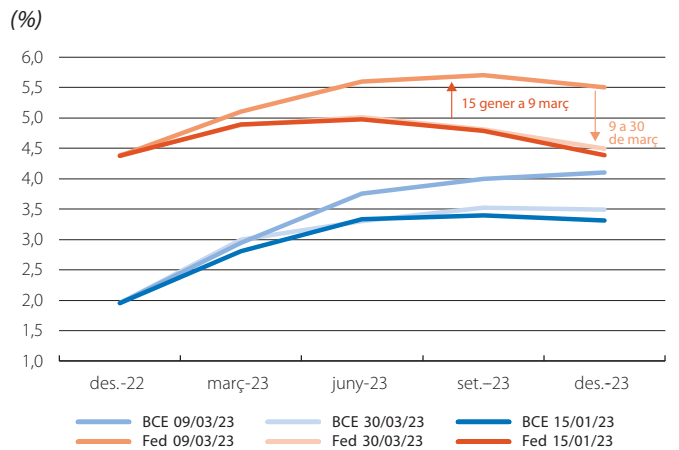
**Nota:** Valors més negatius indiquen condicions més tensionades.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

## Tipus d'interès del deute sobirà a 2 anys



**Nota:** Alemanya, Espanya, Itàlia i Portugal (esc. esq.).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



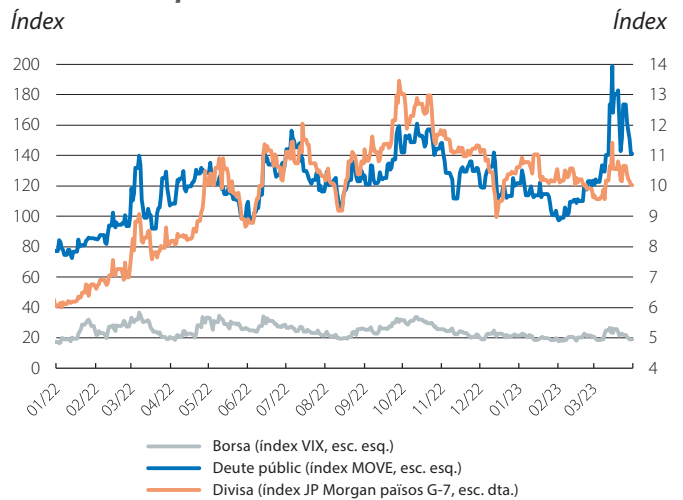
**Nota:** Forwards sobre l'EFFR i tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de les corbes d'interès del mercat.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

ha estat menor, al voltant dels 25 p. b. Les referències a més llarg termini (10 anys), per la seva banda, van experimentar cessions al voltant dels 65 p. b. en el mes. La volatilitat del bo sobirà nord-americà ha estat la més intensa des del 2008, la qual cosa va causar un fort deteriorament de la liquiditat del mercat i de les condicions financeres, fins que l'obertura de la Fed d'una nova finestra de descompte de paper públic va alleujar les tensions. Aquest moviment, correlatiu amb el fet que la inestabilitat es va originar en una mala gestió de la pujada de tipus per part de l'SVB, no va arribar a contagiar els mercats d'accions, tot i que sí que va contaminar els de divises, molt dirigits pels diferencials de tipus d'interès.

**La volatilitat no impedeix que les borses mundials encadenin dos trimestres consecutius en verd.** Els principals índexs borsaris van tancar al març dos trimestres consecutius en positiu, una mostra de la gradual –i no sempre lineal– recuperació de l'apetència pel risc a mesura que el cycle de pujades de tipus arriba al seu final. Al març, tot i que el mercat borsari no va patir un episodi de volatilitat tan intens com el del deute sobirà, les cotitzacions de les companyies més exposades als tipus sí que van experimentar moviments d'entitat. És el cas del sector bancari, on les caigudes més severes (el -30%) van ser en bancs nord-americans petits, epicentre de l'episodi d'inestabilitat. Si es tenen en compte els bancs més grans, però, les caigudes que van arribar a patir en el mes les cotitzacions dels bancs van ser inferiors (al voltant del -20%), tant a Europa com als EUA. En el cas d'Europa, aquesta caiguda es va donar sobre una pujada acumulada des de l'estiu del +40% als bancs de l'Stoxx600, i el rebot en l'última setmana del mes també va ser més intens (el +6,5%). Correlativament, els índexs nacionals amb més presència del sector bancari, l'IBEX 35 i el Mib, es van veure beneficiats, tant en l'embranchida final del mes com en els dos últims trimestres, pel bon funcionament de les accions dels bancs. L'índex Nasdaq100 d'empreses tecnològiques dels EUA també es va beneficiar de les expectatives d'un tipus terminal més baix i per menys temps i va acumular el +12% al març.

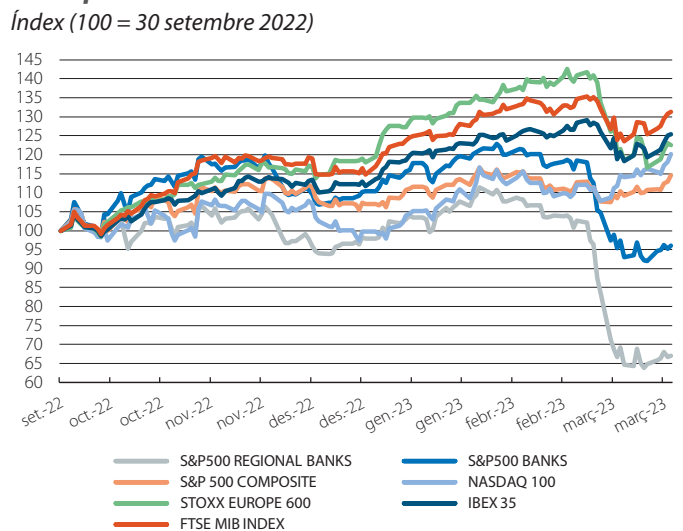
**La feblesa de la demanda mundial llasta la cotització de les primeres matèries.** Els preus de les primeres matèries van viure un mes de menys a més. El preu del barril de Brent va sumar el cinquè mes consecutiu de pèrdues, tot i que va aconseguir recuperar els 80 dòlars després d'haver cedit fins a nivells mínims en 15 mesos (73 dòlars) en el moment de major volatilitat. Als obstacles al subministrament de les refineries generats per les vagues a França i per la interrupció de la producció iraquiana, es va sumar el sorprenent anunci de l'OPEP+ d'aplicar, des del maig i fins al final de l'any, una reducció de la producció d'1,16 milions de barrils diaris (mbd), addicional a les retallades de 2 mbd establertes al novembre. Per la seva banda, el preu del gas natural europeu (el TTF holandès) també es va abaratir i va cotitzar entre els 40 i 50 euros/MWh, gràcies a l'elevat nivell de reserves a Europa (el més alt, en aquest període de l'any, en més d'una dècada). Addicionalment, la UE va aprovar l'extensió de les mitjanes, voluntàries, d'emergència per reduir la demanda de gas al 15% fins al 31 de març del 2024 i planeja expandir la capacitat de recepció de gas liquat en gairebé un terç l'any vinent. No obstant això, aspectes com l'esperat augment de la demanda de gas des d'Àsia a partir de l'estiu i l'atractiu dels preus del gas en aquests nivells en relació amb el carbó i el petroli per a algunes centrals elèctriques i per a alguns usuaris industrials van servir de suport a la recuperació dels preus futurs per damunt dels 50 euros.

**Volatilitat implícita als mercats financers**



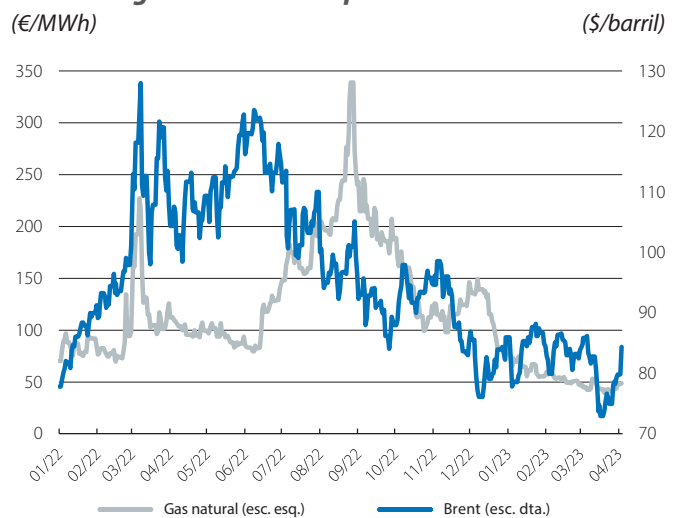
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Principals borses internacionals**



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.