

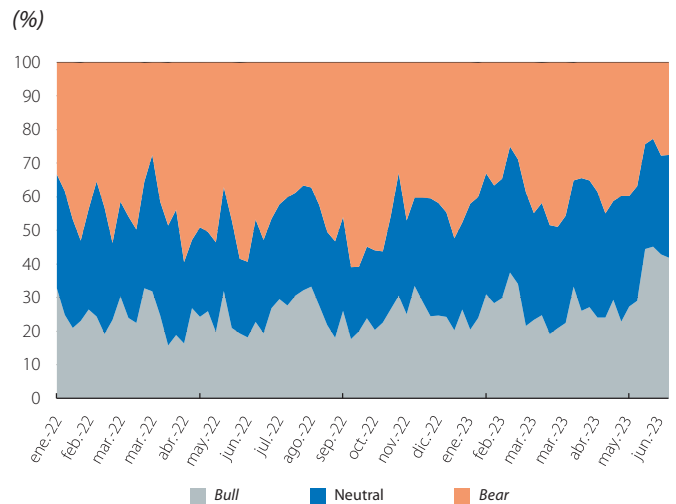
Mes positivo, aunque de «más a menos», en los mercados financieros

La inflación y la política monetaria retoman el centro de atención. Los mercados financieros recibieron el mes de junio con un mayor apetito por el riesgo, alentados por la resolución de la crisis del techo de deuda en EE. UU. y la continua estabilización de los episodios de estrés financiero de marzo-abril. El rally primaveral, sin embargo, se vio atenuado por las señales de persistencia en las presiones inflacionistas y por el endurecimiento del tono *hawkish* por parte de los principales bancos centrales, bajo un mantra de «tipos más elevados por más tiempo». La pérdida de vigor en los principales indicadores de sentimiento económico a finales del 2T 2023, junto a algunos sobresaltos en la esfera geopolítica, también provocaron temores de una posible recesión mundial entre los inversores. En los mercados financieros, el complejo panorama se reflejó en movimientos de ida y vuelta en los principales activos de riesgo, que, en balance, cierran el mes en positivo, aunque acortan notablemente las ganancias de las primeras semanas de junio.

¿Déjà vu? Los bancos centrales alertan de subidas de tipos adicionales... En sus reuniones de junio, los principales bancos centrales reiteraron la necesidad de mantener el sesgo restrictivo en la política monetaria bajo un escenario donde los tipos oficiales, si bien cada vez más cerca del techo, escalarían unas décimas adicionales y permanecerían elevados por un mayor periodo de tiempo. El mes arrancó con los inesperados aumentos de tipos en Canadá y Australia, cuyos bancos centrales habían decidido pausar el ciclo de subidas a inicios de este año. En EE. UU., la Reserva Federal mantuvo sin cambios los tipos oficiales en el rango 5,00%-5,25%, en línea con lo esperado, si bien sorprendió al señalar al menos dos subidas más en lo que resta de año (según lo reflejado en el *dot plot*). Los implícitos en los mercados monetarios cotizan una elevada probabilidad de dos subidas adicionales, mientras que se aplaza a inicios de 2024 el inicio de las bajadas. Por su parte, tal y como se esperaba, el BCE sí subió los tipos de interés en 25 p. b. y situó el *depo* y el *refi* en el 3,50% y 4,00%, respectivamente. Además, espoleado por la inercia en las presiones inflacionistas según la actualización de su cuadro macroeconómico, el BCE apuntó a un nuevo incremento de los tipos en julio, aunque bajo una estrategia de dependencia de los datos. Los mensajes más recientes de algunos miembros del BCE han puesto sobre la mesa la posibilidad de subidas adicionales en septiembre, un escenario que ya se cotiza en los implícitos monetarios.

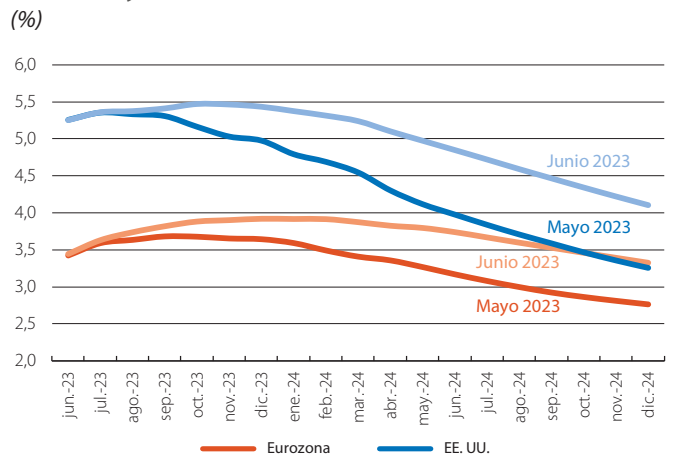
... con sus excepciones: Japón, China y otros emergentes. Otros bancos centrales en Europa también ajustaron al alza los tipos oficiales en junio: 50 p. b. en el Reino Unido y Noruega y 25 p. b. en Suiza y Suecia. El Banco de Japón se mantuvo como un caso atípico al dejar intacta su política de tipos negativos y la estrategia de control en la curva soberana. En el grupo de economías emergentes, hubo dos notables sorpresas. Por un lado, el banco central de Turquía anunció una subida en los tipos oficiales de 650 p. b., el primer ajuste al alza desde marzo de 2021 y que podría representar cierto retorno a una política monetaria más ortodoxa. En sentido contrario, el Banco Popular de China sorprendió con un recor-

EE. UU.: sentimiento de mercado



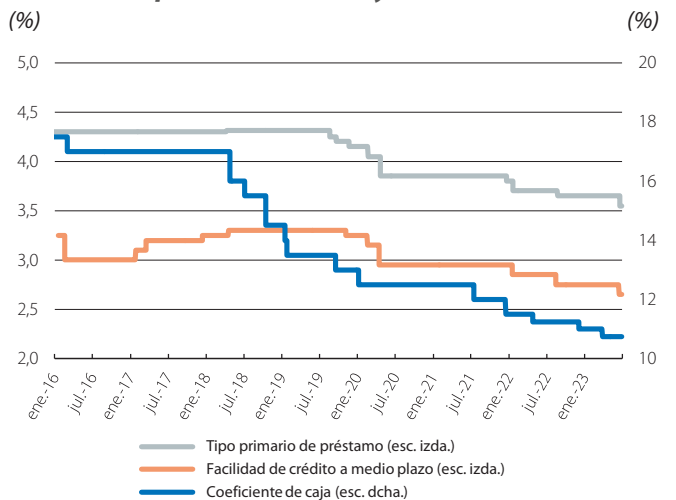
Nota: Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (bull), neutral o pesimista (bear). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



Nota: Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales tipos de interés de China y el coeficiente de reservas para la banca mayorista



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

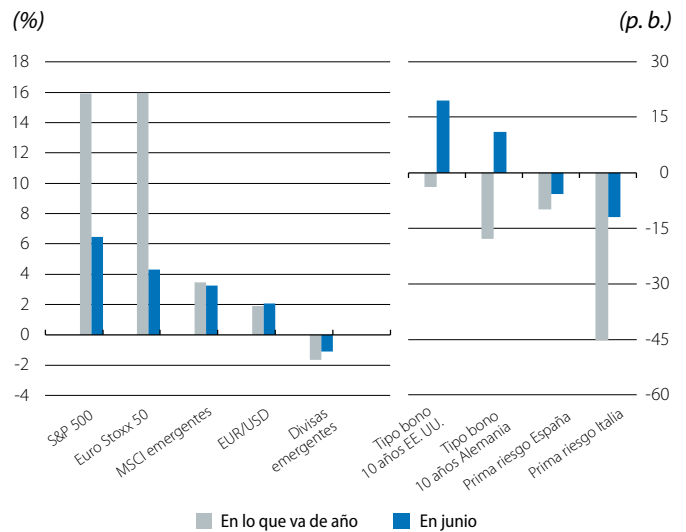
te de 10 p. b. en los tipos de referencia, el primer descenso desde mediados de 2022 y que podría significar el inicio de un conjunto de medidas de estímulo económico. El banco central de Hungría y el de Vietnam también anunciaron recortes en sus tipos oficiales, mientras que en otros países se dieron las primeras señales de posibles bajadas este año (Chile y Brasil).

Los tipos soberanos se mueven al compás de los anuncios monetarios. El ajuste en las expectativas de los inversores sobre la evolución de los tipos oficiales se transmitió en un ascenso en los tipos soberanos, un movimiento más marcado en los bonos de corta duración. Como resultado, las principales curvas soberanas ampliaron su inversión: en EE. UU., el diferencial en la rentabilidad del bono con vencimiento a 10 años frente al bono a 2 años alcanzó los -100 p. b., mínimo desde la década de 1980, mientras que en la curva alemana este diferencial se situó en los -80 p. b., el nivel más bajo desde 1992. Por su parte, los tipos interbancarios ascendieron en ambos lados del Atlántico y, en Europa, el euríbor a 12 meses superó el umbral del 4,0% por primera vez desde 2008. Entre tanto, las primas de riesgo de la deuda periférica europea extendieron el buen comportamiento, con descensos en torno a los 5 p. b. en junio tanto en España (hasta los 100 p. b.) como en Portugal (hasta los 70 p. b.), y a pesar de la confirmación de que el BCE dejará de invertir la totalidad de los vencimientos del APP. El menor diferencial en los tipos oficiales y el mayor apetito por el riesgo incidieron en una apreciación del euro frente al dólar, que cierra el mes cotizando cerca del umbral del 1,10.

Las bolsas internacionales retoman el movimiento alcista. En la renta variable, los índices bursátiles avanzaron en junio, si bien bajo un patrón de «más a menos» (el índice MSCI global avanzó un 6,0% en la primera quincena de junio para luego caer en 0,3% en la segunda quincena) y de forma desigual por países y sectores. Así, la bolsa en EE. UU. destacó en positivo (6,5% en junio y 15,9% desde el inicio de año para el S&P 500) y acortó el diferencial que se había registrado frente a los índices europeos (4,3% en junio y 16,0% desde el inicio de año para el Euro Stoxx 50). A nivel sectorial, la perspectiva de un escenario de tipos más elevados benefició el desempeño del sector bancario, al tiempo que el sector tecnológico atenuó su ritmo de avance, pero se mantuvo a la cabeza del repunte bursátil en lo que va de año. Los mercados emergentes, por su parte, se beneficiaron del mayor apetito por el riesgo, en especial en los países latinoamericanos.

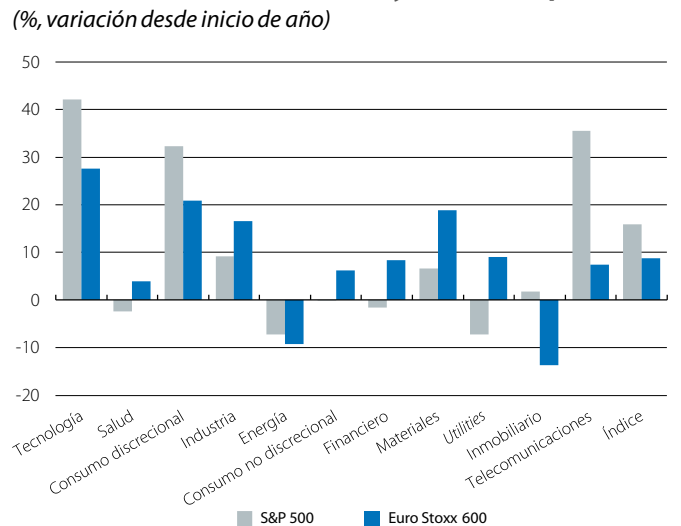
Materias primas: el foco se mantiene en la demanda. Como ya venía siendo la tendencia en los últimos meses, el precio del petróleo se mantuvo fluctuando en el rango 70-80 dólares por barril para el Brent. Y es que, ni siquiera el anuncio inesperado de recortes de producción de Arabia Saudí (1 millón de barriles diarios extras en julio) ni el revuelo militar en Rusia fueron factores suficientes para socavar los temores entre los inversores sobre un enfriamiento en la demanda. El tono débil en los datos económicos chinos también ejerció presión a la baja en la cotización de los metales industriales. Por su parte, las temperaturas más elevadas en el hemisferio norte junto a ciertas disrupciones de oferta en algunos países productores incidieron en un repunte en los precios del gas natural (el TTF holandés llegó a cotizar en los 40 €/MWh), aunque en niveles sustancialmente inferiores a lo cotizado hace un año.

Variación de variables financieras seleccionadas



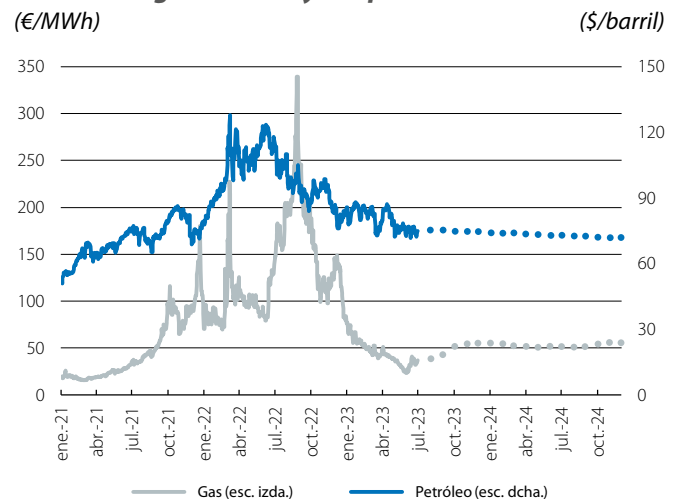
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Variación en sectores S&P 500 y Stoxx Europe 600



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

Precios del gas natural y del petróleo



Notas: Gas natural TTF y petróleo Brent. Los puntos señalan precios de los contratos futuros de gas y petróleo para cada mes.

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