

## Los mercados se ajustan a la «paciencia»

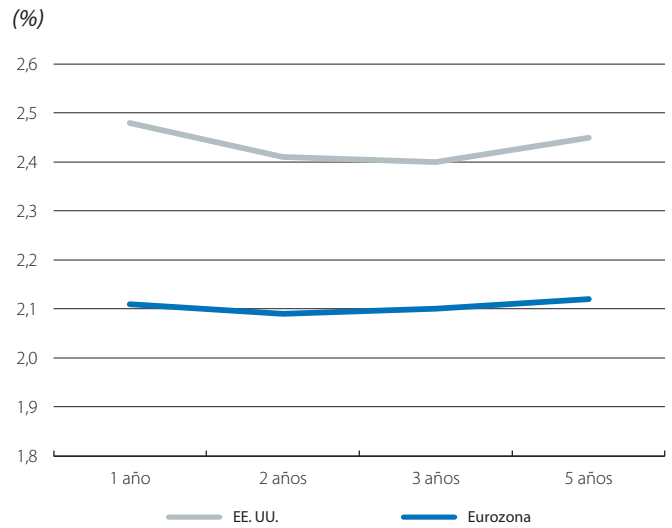
### Los inversores posponen las expectativas de recortes de tipos.

La resistencia a la baja de la inflación subyacente en las principales economías llevó a que, a medida que avanzaba el mes de febrero, los inversores revisaran sus expectativas de política monetaria y reorganizaran sus proyecciones sobre el calendario de las bajadas de tipos de interés. Así, y ante la insistencia de los mensajes por parte de los responsables de la Fed y el BCE, apuntando a que la batalla contra la inflación todavía no ha finalizado y que la última fase será más difícil de abordar, los mercados financieros comenzaron a suavizar las agresivas expectativas sobre el ritmo de las rebajas de tipos que habían cotizado a principios de año, especialmente en EE. UU. A pesar de esta circunstancia, y entre los bruscos movimientos de las rentabilidades de la deuda soberana, los activos de riesgo siguieron mostrando buen comportamiento, como en el caso de la renta variable, donde la resiliencia de los beneficios empresariales aupó a varios de los principales índices bursátiles a máximos históricos.

**Los bancos centrales se aferran a la cautela.** Los datos de precios al consumo y de costes industriales de febrero confirmaron las sospechas de los inversores más precavidos sobre que el ritmo de desaceleración de los precios se había reducido notablemente respecto a los meses anteriores, a ambos lados del Atlántico. En ambos casos, el aumento de las presiones sobre los precios vinculadas a la energía y las trabas comerciales (derivadas de las turbulencias en el mar Rojo), la recuperación de los salarios ante el poder adquisitivo perdido y la resistencia del ciclo económico estadounidense provocaron que los inversores elevaran sus perspectivas sobre la inflación a corto plazo (los *swaps* de inflación a 1 año, en ambas economías, subieron cerca de 40 p. b.) y las situaran moderadamente por encima del 2% durante los próximos años. En paralelo y como resultado de este incremento de los precios esperados, en los mercados financieros también se comenzó a revisar el calendario de las rebajas de tipos de interés previstas para la Fed y el BCE y la magnitud de estas. A este respecto, contribuyeron la cantidad de declaraciones de unos y otros miembros de ambos bancos centrales.

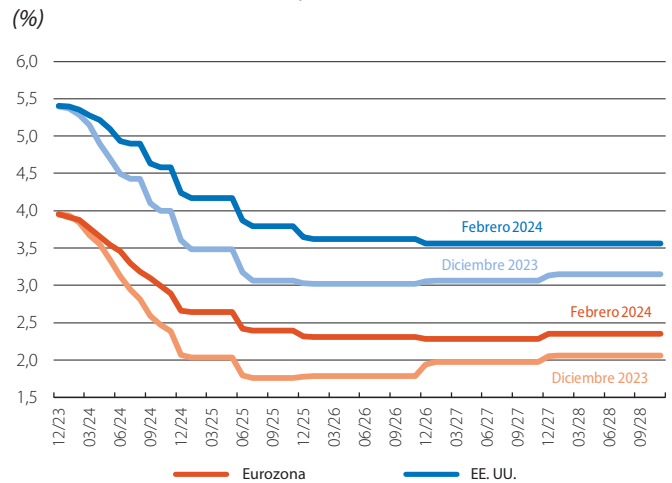
**Desde la Fed, existe la preocupación unánime sobre el riesgo de bajar los tipos demasiado pronto dados los sólidos datos de empleo e inflación,** como quedó recogido en las actas de la última reunión del FOMC. Los mensajes del banco central muestran una inclinación por un enfoque cuidadoso, basado en la observación de los próximos datos de inflación, del mercado laboral y el consumo de los hogares, y un ajuste de los tipos de interés más lento que el *timing* anticipado por el mercado. De esta manera, los inversores aplazaron las expectativas sobre la primera rebaja de los tipos en EE. UU., desde marzo/mayo a junio, y apuntando a un descenso de 100 p. b. en el conjunto de 2024. En la eurozona, aunque la coyuntura actual de la región es más débil, los miembros del BCE también se mostraron muy cautos ante el riesgo de precipitarse a la hora de bajar los tipos de interés, y apuntaron a la necesidad de

### Swaps de inflación a distintos vencimientos



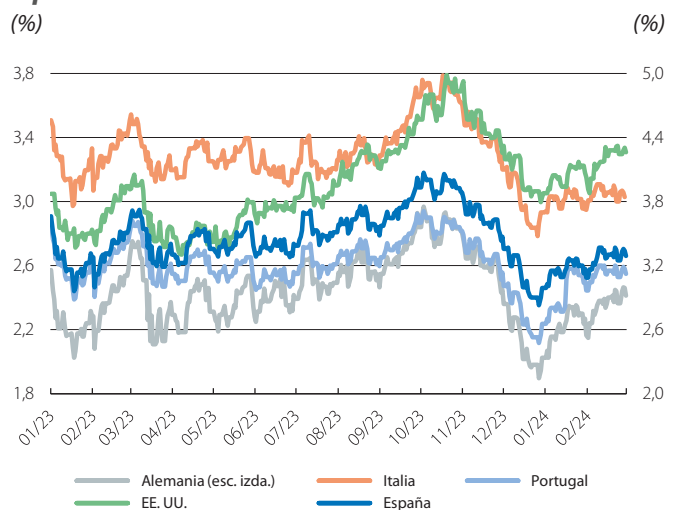
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### 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.

### Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Nota: EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

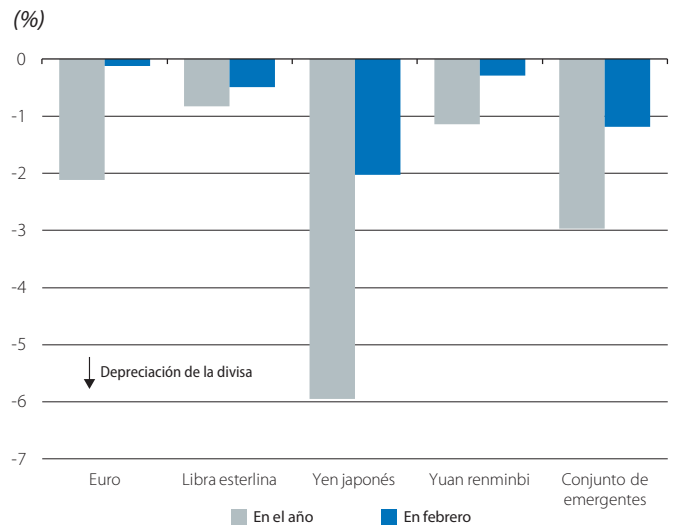
seguir observando la trayectoria de la inflación, en la que aspectos como las negociaciones salariales, los márgenes y la productividad podrían influir. Así, y del mismo modo que en EE. UU., los mercados también retrasaron su expectativa para el primer descenso de los tipos del BCE a junio, esperando un total de recortes de 100 p. b. en el acumulado de 2024.

**Las curvas de tipos soberanos se desplazan al alza.** El aplazamiento de las expectativas sobre los tipos de interés, en EE. UU. y en la eurozona, tuvo su principal repercusión en los mercados de renta fija y, en concreto, en las curvas soberanas. La publicación de un dato de inflación en EE. UU. menos benévolo de lo esperado provocó un fuerte repunte de la rentabilidad de los *treasuries* a lo largo de toda la curva, que se desplazó al alza y se mantuvo durante el resto del mes alimentada por los mensajes de paciencia de los miembros de la Fed. El tipo de interés del bono a 2 años, que recoge bien las expectativas de los *fed funds*, ascendió a niveles no vistos desde el «pivote» de la Fed de diciembre y concluyó el mes sobre el 4,6% (+41 p. b.). Esta circunstancia fue monetizada por el tipo de cambio del dólar, que siguió apreciándose frente al resto de las principales divisas. Mientras, la rentabilidad del *treasury* a 10 años volvió a superar la barrera del 4% y llegó a sobrepasar el 4,3%. En la eurozona, el movimiento de las curvas soberanas fue muy similar al de EE. UU., inducido por la reticencia del BCE a reducir los tipos. Así, el bono alemán a 2 años acumuló un ascenso cercano a los 50 p. b. en el mes, mientras que, en los tramos más largos, el mejor comportamiento de la deuda de las economías periféricas favoreció el estrechamiento de las primas de riesgo.

**La renta variable se mantiene inmune al retraso de la rebaja de los tipos.** En febrero, y a pesar del futuro del escenario monetario, los inversores mantuvieron el apetito por la renta variable atraídos, principalmente, por el balance positivo de los resultados empresariales en el 4T 2023. Las empresas tecnológicas y de IA fueron las que mayor respaldo aportaron a los principales índices bursátiles, que, en el caso del S&P 500, el Dax alemán y el CAC francés, alcanzaron nuevos máximos históricos. Por su parte, la implementación de medidas en los mercados de acciones para recuperar la confianza de los inversores y el despliegue de ayudas al sector inmobiliario en China favorecieron las ganancias en los principales índices del país.

**Los precios de las materias primas siguen contenidos.** En este contexto, la fortaleza del dólar y el temor al enfriamiento de la demanda ayudaron a contener los precios de las principales *commodities*, a excepción del barril de crudo Brent. El alivio del déficit de la oferta de crudo suscitado por el aumento de la producción de países externos a la OPEP, especialmente EE. UU., fue casi neutralizado en los mercados por el aumento de las tensiones en el mar Rojo, aspecto por el cual el precio del barril se mantuvo durante gran parte del mes cotizando en torno a los 83 dólares. En la otra cara de la moneda, el gas natural europeo (TTF holandés) cedió hasta los 25 euros/MWh en un contexto de elevada oferta de gas natural licuado y saneadas reservas gasísticas, en medio de unas condiciones meteorológicas más suaves de lo habitual en el continente.

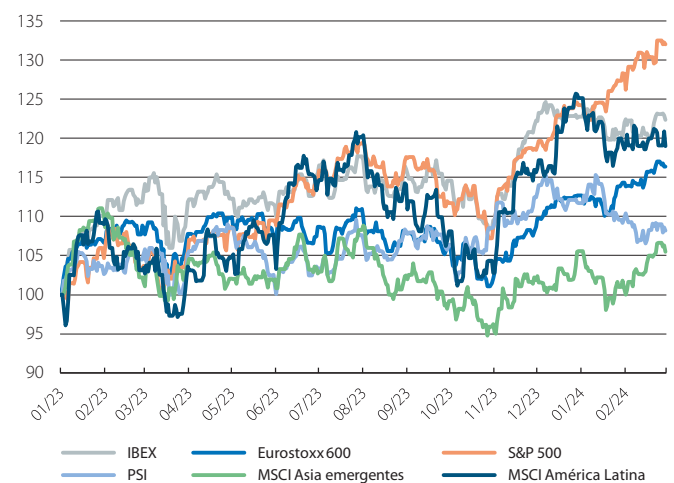
**Divisas frente al dólar**



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

**Bolsas internacionales**

Índice (100 = enero 2023)



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

**Materias primas: precios**

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2022	2023
<b>Commodities</b>	Índice	96,1	-2,7	-2,6	13,8	-12,6
<b>Energía</b>	Índice	30,9	-3,9	0,6	33,5	-25,6
Brent	\$/barril	82,8	-0,9	7,5	10,5	-10,3
Gas natural (Europa)	€/MWh	25,5	-9,4	-21,3	8,5	-57,6
<b>Metales preciosos</b>	Índice	215,4	-0,5	-3,7	-1,9	4,1
Oro	\$/onza	2.027,2	-0,3	-1,7	-0,3	13,1
<b>Metales industriales</b>	Índice	136,0	-2,7	-4,6	-4,4	-13,7
Aluminio	\$/Tm	2.191,5	-3,6	-8,1	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	8.474,0	-0,8	-1,0	-13,9	2,2
<b>Agricultura</b>	Índice	58,5	-4,1	-6,3	13,2	-9,3
Trigo	\$/bushel	582,5	-3,0	-7,2	2,8	-20,7

Nota: Datos a 28 de febrero de 2024.

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