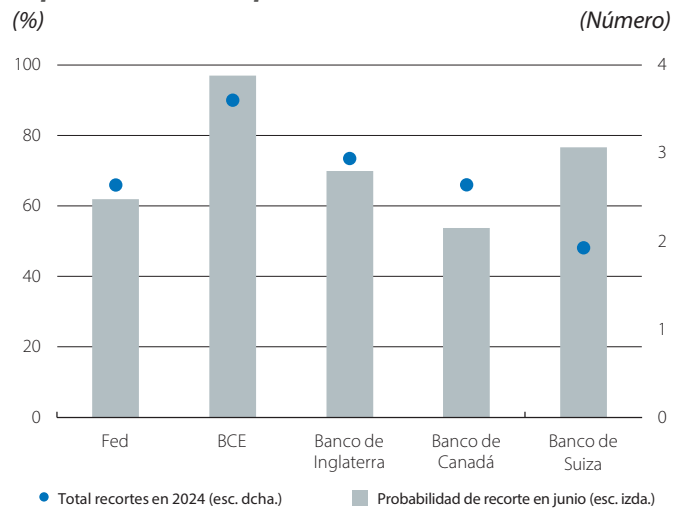


## Los mercados ponen su mirada en el verano

**Continuidad en la narrativa de los mercados financieros.** El aplazamiento de las expectativas sobre las bajadas de tipos de interés que comenzó en febrero se extendió a marzo, con los inversores consolidando la idea de que los bancos centrales no tienen tanta prisa en relajar tan pronto las condiciones financieras. La gran diferencia este mes fue que, en marzo, los mercados mostraron una mayor capacidad para discriminar entre regiones según la diferencia en el ritmo de ralentización de la desinflación, así como la divergencia en el dinamismo económico entre las principales economías desarrolladas. Para la eurozona, donde el progreso de la inflación se ha mostrado más favorable y la actividad se mantiene más lastrada, los inversores aumentaron su confianza en la expectativa de que la primera bajada de 25 p. b. vendrá en junio y el BCE recortará un total de tres o cuatro veces en el año. En cambio, para EE. UU., donde la inflación se está mostrando más persistente y se observa un mayor dinamismo en la actividad, los mercados se mostraron más escépticos y progresivamente fueron desplazando la primera bajada de junio a julio, a la vez que redujeron la expectativa de cuatros recortes en el conjunto de 2024 a tan solo tres. Esta continuidad de narrativa dejó un marzo con escasos cambios en las rentabilidades soberanas estadounidenses, que ya habían repuntado de manera notable el mes pasado, y con modestas caídas en la curva alemana a medida que se afianzaba la expectativa de una bajada en junio. Mientras, los activos de riesgo se mantuvieron ajenos a los altos tipos y consolidaron un mes más de ganancias.

**Punto de inflexión hacia la distensión de la política monetaria.** Tras las reuniones de los principales bancos centrales, se fortaleció la expectativa de que el ciclo monetario global tomará un nuevo rumbo en 2024. De manera muy evidente lo mostró el Banco de Suiza al ser el primero en las economías del G10 en recortar los tipos de interés, en su caso por 25 p. b. del 1,75% al 1,50%. De manera más indirecta lo hicieron también los demás bancos centrales de las principales economías desarrolladas que, aunque no anunciaron cambios en sus tipos de referencia, orquestaron sus mensajes en un tono notablemente más *dovish*. En el caso del Banco de Inglaterra, que mantuvo los tipos en el 5,25%, se tomó como una señal de cambio hacia una postura más acomodaticia el hecho de que esta ha sido la primera reunión en la que ninguno de los nueve miembros votó a favor de una subida adicional. Por su parte, desde el BCE (que dejó el tipo *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%), a pesar de reforzar la cautela y la dependencia de los datos ante la toma de decisiones, el mensaje se articuló alrededor de junio como un mes clave para considerar la bajada. Y, del otro lado del Atlántico, la Fed, que también mantuvo tipos en el rango de 5,25%-5,50%, se mostró confiada sobre el buen progreso de la inflación y con su *dot plot* fue explícita en que anticipa tres recortes en 2024 comenzando en junio. Otro punto de inflexión fue el del Banco de Japón (BoJ), que puso fin al régimen de tipos de interés negativos al anunciar la subida de la referencia a corto plazo del -0,1% al rango de 0,0%-0,1%, además de anunciar el cese de programas de política monetaria no convencionales incluida la compra de ETF y REIT japoneses, así como del control de la curva de tipos. A pesar de que queda un largo camino por recorrer para acercarse al resto de bancos cen-

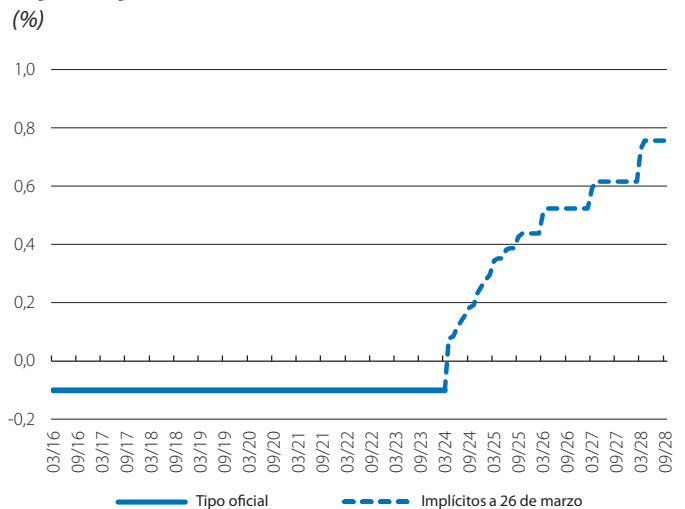
### Expectativas sobre política monetaria



Nota: Forwards sobre curvas OIS al 01/04/2024.

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

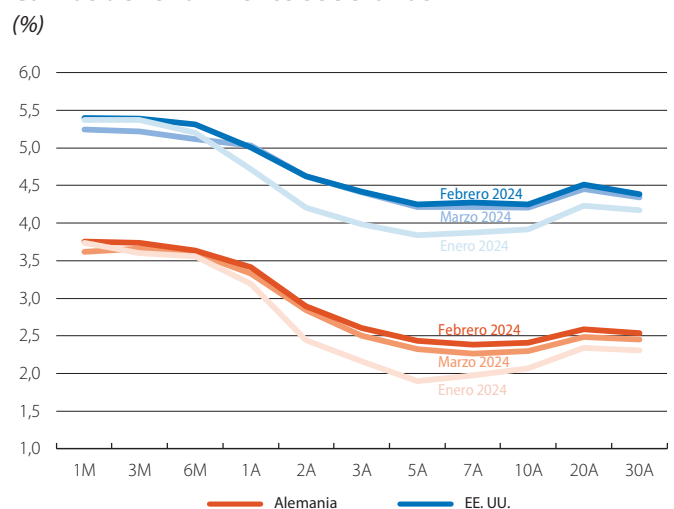
### Japón: tipo de interés oficial



Nota: Las líneas discontinuas corresponden a los implícitos de mercado sobre la curva de forwards OIS.

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

### Curvas de rendimiento soberanas



Nota: Curvas a fecha de fin de cada mes.

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

trales y el BoJ dio señales de querer avanzar de manera muy cautelosa para mitigar los riesgos que supone una retirada del estímulo, las medidas tomadas marcaron un punto de inflexión hacia el regreso a una política monetaria más convencional.

**Las rentabilidades soberanas se mantienen elevadas.** En marzo, los mercados de deuda se encontraron ante una coyuntura similar a la del mes pasado, sin grandes cambios en los mensajes de dependencia de datos del BCE, ni cambios sustanciales en el *dot plot* de la Fed, y con una mayor confianza en que el verano será el momento de las primeras bajadas de tipos. Así, los tipos de interés soberanos, tras pasar el mes en búsqueda de una dirección clara, terminaron casi en los mismos niveles que a finales de febrero. Por otro lado, las curvas soberanas de las economías periféricas se contagiaron nuevamente del apetito por el riesgo de los inversores y estrecharon moderadamente sus primas de riesgo, con España beneficiándose de la revisión en la perspectiva del *rating* de la agencia crediticia Moody's de «estable» a «positiva». No fue así el caso de las primas de riesgo francesa e italiana, que mostraron un ligero repunte (+11 p. b. en Italia y +6 p. b. en Francia) a partir de mediados de marzo tras conocerse que sus déficits en 2023 superaron los objetivos fijados por los Gobiernos.

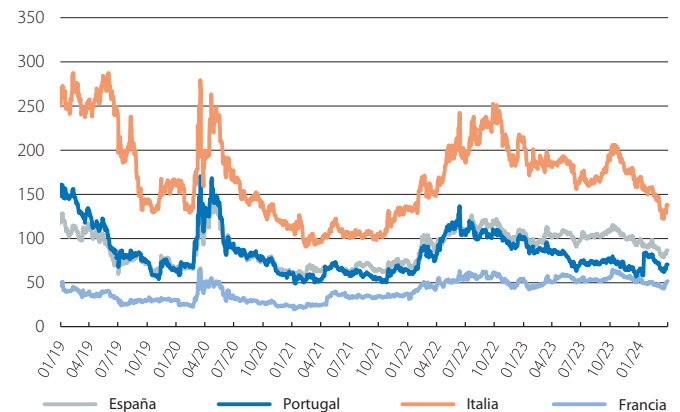
**La renta variable continúa alcanzando récords.** Las principales bolsas capitalizaron el tono *dovish* de los bancos centrales, y manteniéndose aparentemente ajenas a los elevados tipos de interés, a los riesgos geopolíticos e incluso a las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial, extendieron un mes más de ganancias. Incluso el S&P 500 en EE. UU. y el Eurostoxx 600 en Europa cerraron el mes de marzo en nuevos máximos históricos. Destacó en la eurozona la bolsa española, con el IBEX 35 apuntándose casi un +11%, espoleada por el sector financiero tras la revisión positiva de Moody's del *rating* de 15 entidades bancarias nacionales tras haber mejorado su perspectiva para España. En Asia, la bolsa japonesa también tocó un récord a pesar de la subida de tipos del banco central, capitalizando el mensaje de cautela del BoJ en la salida de las condiciones ultraacomodaticias, y la bolsa china registró ganancias modestas a medida que los flujos comienzan a regresar al país en medio de un esfuerzo del Gobierno por apoyar a los mercados locales.

**La debilidad del yen destaca entre las principales divisas.** Tras el anuncio del BoJ, el ya debilitado yen se depreció hasta un 1% adicional frente al euro y el dólar a medida que los inversores interpretaban los mensajes del BoJ como todavía altamente *dovish*. Las autoridades monetarias de Japón respondieron que están preparadas para tomar las medidas necesarias, pues no consideran que los movimientos se deben a fundamentales. Mientras, el dólar continuó manteniéndose fuerte frente a las principales divisas, apoyado en la expectativa de que la Fed pueda tomarse más tiempo en recortar tipos. Especialmente notable vino siendo la fortaleza del dólar frente a otras monedas de economías emergentes, que acumulan una depreciación de hasta un 3% frente al dólar en lo que va de año.

**El riesgo geopolítico impulsa a las materias primas.** Las tensiones geopolíticas, tanto en Oriente Próximo con renovados ataques en Gaza y a algunas embajadas, como en Ucrania y Rusia con nuevos bombardeos a refinerías de crudo, disparó tanto los precios del petróleo (el barril de Brent llegó a cotizar cerca de los 90 dólares/barril), como el del oro como activo refugio, que alcanzó nuevos máximos cerca de 2.200 dólares/onza.

**Eurozona: evolución de primas de riesgo de economías periféricas**

(p. b.)

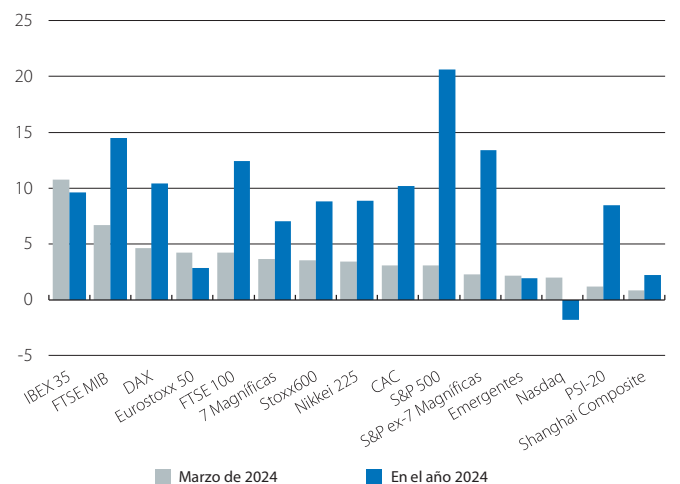


**Nota:** A partir del 16/01/24, el repunte en la prima portuguesa se debe a un cambio en el bono de referencia.

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

**Desempeño de los principales índices bursátiles**

(%)



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

**Divisas**

Índice

Índice



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