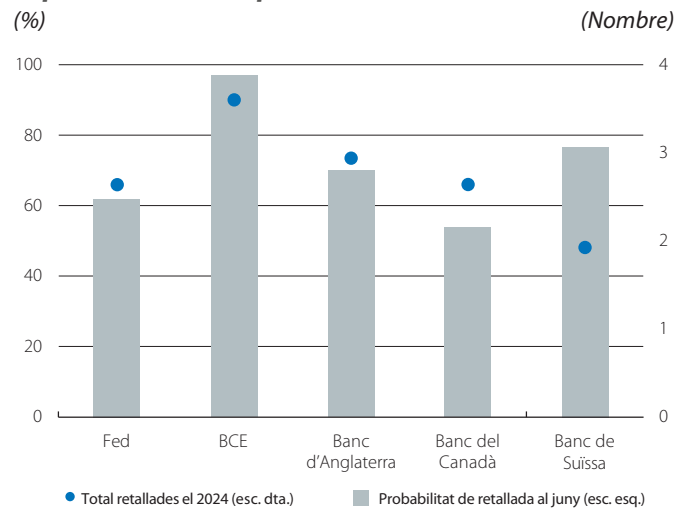


Els mercats posen la seva mirada a l'estiu

Continuïtat en la narrativa dels mercats financers. L'ajornament de les expectatives sobre les baixades de tipus d'interès que va començar al febrer es va estendre al març, amb els inversors consolidant la idea que els bancs centrals no tenen tanta pressa a relaxar tan aviat les condicions financeres. La gran diferència va ser que, al març, els mercats van mostrar una major capacitat per discriminar entre regions en funció de la diferència en el ritme d'alentiment de la desinflació i per apreciar les divergències en el dinamisme econòmic entre les principals economies desenvolupades. Per a la zona de l'euro, on el progrés de la inflació s'ha mostrat més favorable i on l'activitat es manté més llastada, els inversors van augmentar la seva confiança en l'expectativa que la primera baixada de 25 p. b. vindrà al juny i que el BCE retallarà un total de tres o quatre vegades al llarg de l'any. En canvi, per als EUA, on la inflació s'està mostrant més persistent i on s'observa un major dinamisme en l'activitat, els mercats es van mostrar més escèptics i, de forma progressiva, van anar desplaçant la primera baixada del juny al juliol, alhora que van reduir l'expectativa de quatre retallades en el conjunt del 2024 a només tres. Aquesta continuïtat de la narrativa va deixar un març amb escassos canvis en les rendibilitats sobiranes nord-americanes, que ja havien repuntat de manera notable el mes anterior, i amb modestes caigudes en la corba alemanya a mesura que es consolidava l'expectativa d'una baixada al juny. Mentrestant, els actius de risc es van mantenir aliens als tipus alts i van consolidar un mes més de guanys.

Punt d'inflexió cap a la distensió de la política monetària. Després de les reunions dels principals bancs centrals, es va enfortir l'expectativa que el cicle monetari global prendrà un nou rumb el 2024. De manera molt evident ho va mostrar el Banc de Suïssa en ser el primer de les economies del G10 a retallar els tipus d'interès en 25 p. b., de l'1,75% a l'1,50%. De manera més indirecta ho van fer també els altres bancs centrals de les principals economies desenvolupades, que, tot i que no van anunciar canvis en els tipus de referència, van orquestrar els missatges en un to notablement més *dovish*. En el cas del Banc d'Anglaterra, que va mantenir els tipus en el 5,25%, es va prendre com un senyal de canvi cap a un posicionament més acomodatiu el fet que aquesta ha estat la primera reunió en què cap dels nou membres va votar a favor d'una pujada addicional. Per la seva banda, des del BCE (que va deixar el tipus *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%), malgrat reforçar la cautela i la dependència de les dades davant la presa de decisions, el missatge es va articular al voltant del juny com un mes clau per considerar la baixada. I, a l'altra banda de l'Atlàntic, la Fed, que també va mantenir tipus en el rang de 5,25%-5,50%, es va mostrar confiada sobre el bon progrés de la inflació i, amb el *dot plot*, va explicitar que anticipa tres retallades el 2024, amb la primera al juny. Un altre punt d'inflexió va ser el del Banc del Japó (BoJ), que va posar fi al règim de tipus d'interès negatius en anunciar la pujada de la referència a curt termini del -0,1% al rang del 0,0%-0,1% i va anunciar també la finalització dels programes de política monetària no convencionals, inclosa la compra d'ETF i de REIT japonesos, així com del control de la corba de tipus. Malgrat que queda un llarg camí per recórrer per

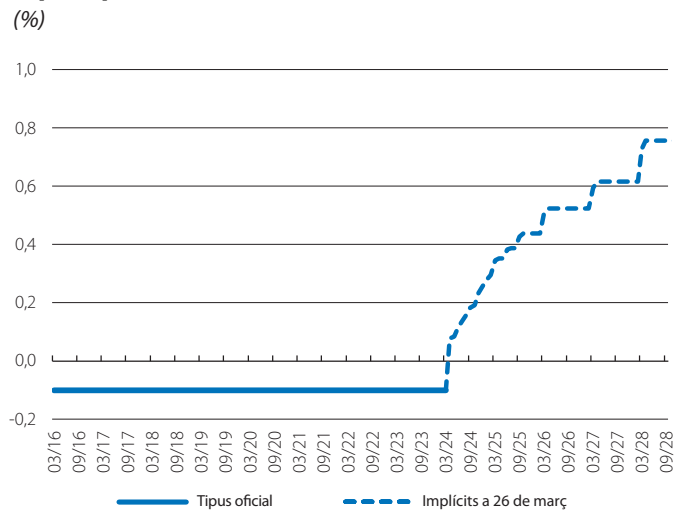
Expectatives sobre política monetària



Nota: Forwards sobre corbes OIS el 01/04/2024.

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

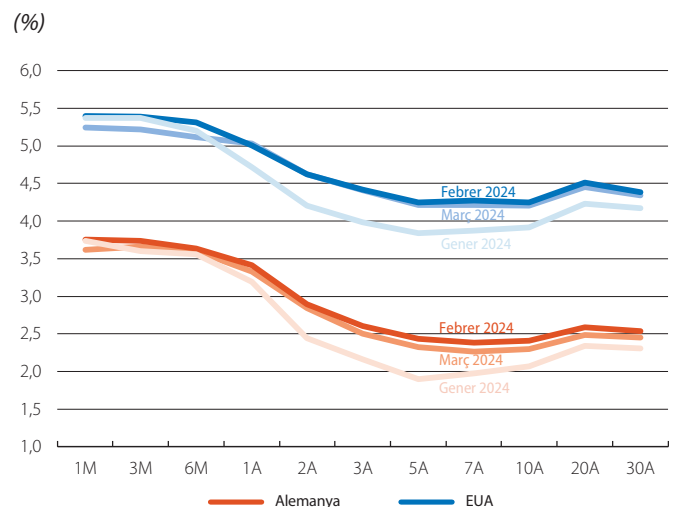
Japó: tipus d'interès oficial



Nota: Les línies discontinües corresponen als implícits de mercat sobre la corba de forwards OIS.

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

Corbes de rendiment sobiranes



Nota: Corbes al final de cada mes.

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

acostar-se a la resta de bancs centrals, i el BoJ va donar senyals de voler avançar de manera molt cautelosa per mitigar els riscos que comporta una retirada de l'estímul, les mesures adoptades van marcar un punt d'inflexió cap al retorn a una política monetària més convencional.

Les rendibilitats sobiranes es mantenen elevades. Al març, els mercats de deute es van moure en una conjuntura similar a la del mes passat, sense grans canvis en els missatges de dependència de dades del BCE, ni canvis substancials en el *dot plot* de la Fed, i amb una major confiança que l'estiu serà el moment de les primeres baixades de tipus. Així, els tipus d'interès sobirans, després de passar el mes buscant una direcció clara, van acabar gairebé en els mateixos nivells que al final del febrer. D'altra banda, les corbes sobiranes de les economies perifèriques es van contagiar de nou de l'apetència pel risc dels inversors i van reduir de forma moderada les primes de risc, amb Espanya beneficiant-se de la revisió en la perspectiva del ràting de l'agència creditícia Moody's d'«estable» a «positiva». No va anar així en el cas de les primes de risc francesa i italiana, que van mostrar un lleuger repunt (+11 p. b. a Itàlia i + 6 p. b. a França) a partir de mitjan març després de saber-se que, el 2023, els seus dèficits van superar els objectius fixats pels Governos.

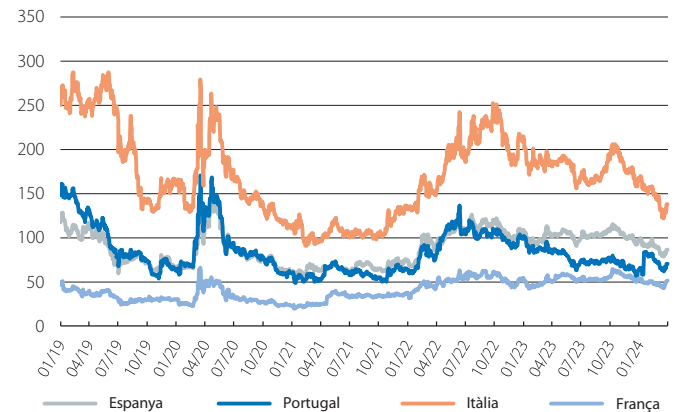
La renda variable continua assolint rècords. Les principals borses van capitalitzar el to *dovish* dels bancs centrals i, mantenint-se aparentment alienes als elevats tipus d'interès, als riscos geopolítics i, fins i tot, a les vulnerabilitats del sector immobiliari comercial, van estendre un mes més de guanys. Fins i tot l'S&P 500 als EUA i l'Eurostoxx 600 a Europa van tancar el mes de març en nous màxims històrics. Va destacar, a la zona de l'euro, la borsa espanyola, amb l'IBEX 35 apuntant-se gairebé un +11%, esperonada pel sector financer després de la revisió positiva de Moody's del ràting de 15 entitats bancàries nacionals després d'haver millorat la seva perspectiva per a Espanya. A l'Àsia, la borsa japonesa també va tocar un rècord malgrat la pujada de tipus del banc central i va capitalitzar el missatge de cautela del BoJ en la sortida de les condicions ultraacomodatícies, i la borsa xinesa va registrar guanys modestos a mesura que els fluxos començaven a tornar al país enmig d'un esforç del Govern per fer constatar als mercats locals.

La feblesa del ien destaca entre les principals divises. Després de l'anunci del BoJ, el ja afeblit ien es va depreciar fins a un 1% addicional enfront de l'euro i del dòlar a mesura que els inversors interpretaven els missatges del BoJ com encara altament *dovish*. Les autoritats monetàries del Japó van respondre que estan preparades per adoptar les mesures necessàries, perquè no consideren que els moviments siguin deguts a fonamentals. Mentrestant, el dòlar es va continuar mantenint fort enfront de les principals divises, recolzat en l'expectativa que la Fed pugui prendre's més temps a l'hora de retallar tipus. Especialment notable va ser la fortalesa del dòlar enfront d'altres monedes d'economies emergents, que acumulen una depreciació fins al 3% enfront del dòlar des de l'inici d'enguany.

El risc geopolític impulsa les primeres matèries. Les tensions geopolítiques, tant al Pròxim Orient, amb renovats atacs a Gaza i a algunes ambaixades, com a Ucraïna i a Rússia, amb nous bombardejos a refineries de cru, van disparar tant els preus del petroli (el barril de Brent va arribar a cotitzar prop dels 90 dòlars/barril) com el de l'or com a actiu refugi, que va assolir un nou màxim en apropar-se als 2.200 dòlars/unça.

Zona de l'euro: evolució de les primes de risc de les economies perifèriques

(p. b.)

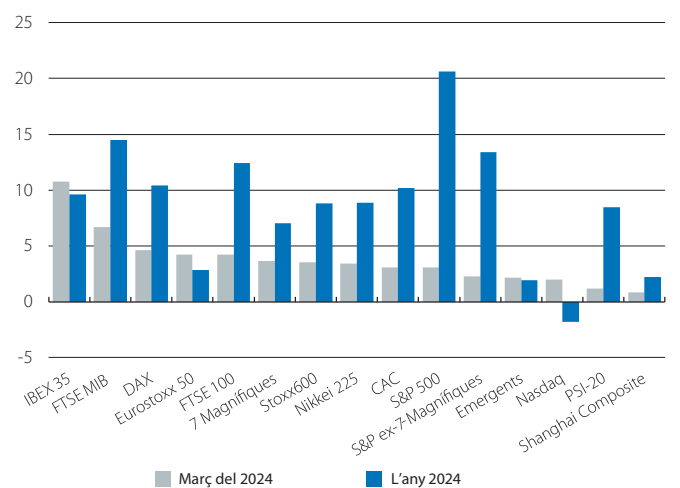


Nota: A partir del 16/01/24, el repunt en la prima portuguesa és degut a un canvi en el bo de referència.

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

Funcionament dels principals índexs borsaris

(%)

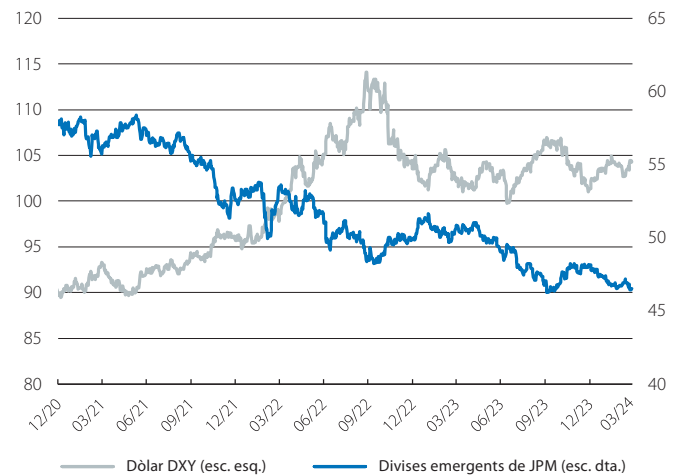


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Divises

Índex

Índex



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