

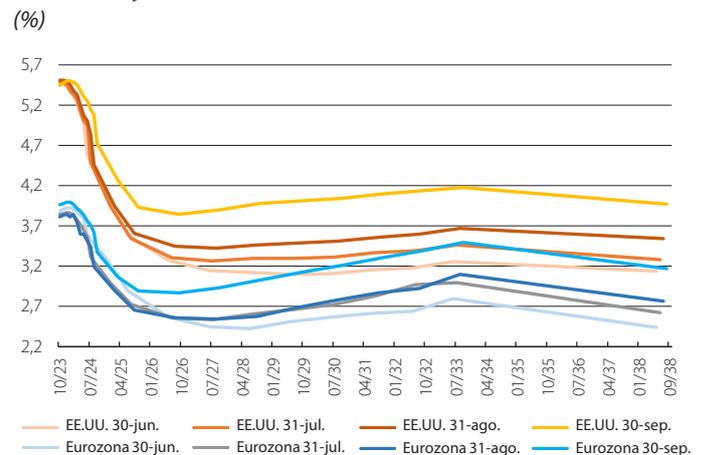
Otoño devuelve a los inversores al futuro de tipos elevados

La Fed aterriza la economía tan suavemente que aún no puede retirar los aerofrenos. La reunión del FOMC de septiembre confirmó la revisión al alza de las expectativas de tipos de interés para los próximos meses (y años) de varios de sus miembros, lo que aceleró el ajuste en precio de los activos financieros que, desde principio de verano, intentan encontrar su equilibrio en un entorno de tipos más elevados durante más tiempo. Este sesgo tensionador de la Fed y la buena marcha de la economía estadounidense contrastó, además, con la situación en el resto del mundo, ya que prácticamente toda Europa, China o Japón exhibieron en septiembre un menor dinamismo económico. Así, aunque los tipos soberanos repuntaron de forma generalizada en el mes, el movimiento fue especialmente intenso en las referencias a medio y largo plazo estadounidenses, con el consecuente apuntamiento de la pendiente de la curva. Por otro lado, mientras que el dólar no ha dejado de capitalizar esta tendencia, prolongando la apreciación que acumula desde mediados de julio, los activos de riesgo se han visto lastrados y las bolsas cerraron otro mes con pérdidas, mientras que el petróleo dio continuidad al rally que le ha llevado hasta máximos del año.

Los bancos centrales recuperan protagonismo en el nuevo curso académico. En el caso de la Fed, pese a tomarse una pausa en el ciclo de subidas y mantener los tipos en el intervalo 5,25%-5,50%, el nuevo *dot plot* y un cierto reconocimiento por parte del presidente Powell de que el tipo natural de la economía habría aumentado afianzaron entre los inversores la perspectiva de tipos de interés altos por un buen periodo de tiempo (el *higher for longer*). En el caso del BCE, sí acometió una subida de tipos de 25 p. b. para dejar el tipo *depo* en el 4,00% (y el *refi* en el 4,50%), si bien considerando explícitamente el nivel de tipos actual como suficientemente restrictivo, de modo que bastaría con mantenerlo para seguir doblegando la inflación. En el resto del mundo, el Banco de Japón se mostró poco inclinado a endurecer significativamente su política monetaria en los próximos meses, cauteloso ante un repunte de la inflación que no considera suficientemente sostenido, lo que lastró aún más al ya depreciado yen. También el Banco de Inglaterra sorprendió con una pausa en su ciclo de subidas tras un dato de inflación en agosto inferior a lo esperado y pese a que esta aún se mantiene en niveles muy elevados.

Tipos más elevados durante más tiempo. La narrativa del *higher for longer* llevó la rentabilidad de los bonos soberanos estadounidenses en el mes hasta máximos anteriores a la crisis financiera de 2008. El repunte que acumulan los tipos estadounidenses a más largo plazo en el 3T ha llevado a las referencias a 10 años más de 70 p. b. por encima de su nivel de junio, y a las referencias a 30 años, más de 80 p. b. Este apuntamiento de la curva viene igualmente motivado por la resiliencia del ciclo económico, que impide ver cesiones en los tramos a más corto

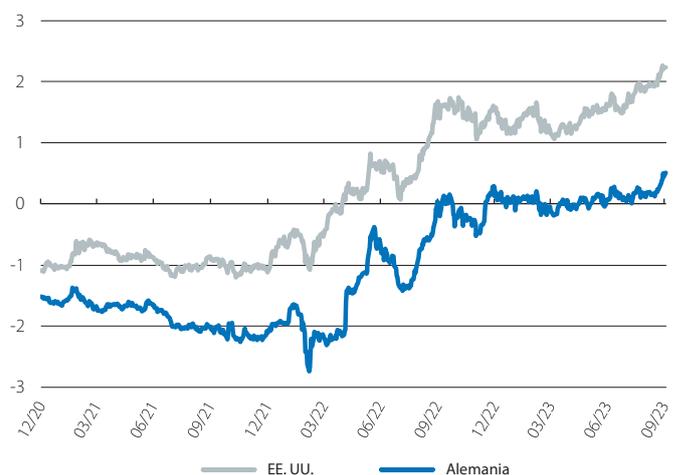
Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



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

Evolución de los tipos reales a 10 años

Rentabilidad del bono soberano indexado a la inflación (%)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de los tipos soberanos a 30 años



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

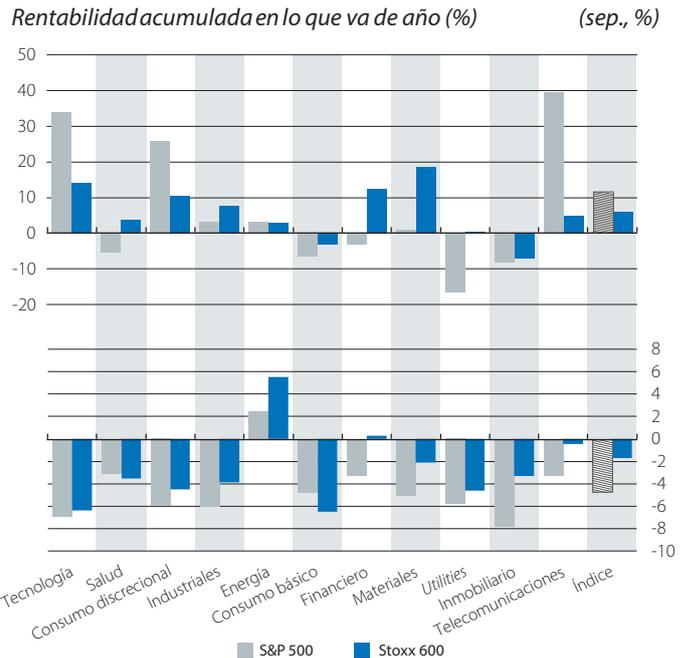
plazo de la curva, con las referencias a 2 años por encima del 5%, en el entorno de máximos desde 2006. En la eurozona, por su parte, el repunte de tipos ha sido más homogéneo entre tramos, con un menor apuntamiento de pendientes (en especial en la curva alemana), reflejo de la debilidad del ciclo económico. Por otro lado, la prima de riesgo italiana repuntó más de 25 p. b. en el mes tras aumentar el Gobierno su previsión de déficit fiscal para 2024. Los tipos soberanos británicos fueron la gran excepción del mes, ya que registraron fuertes caídas en sus referencias a corto plazo.

Mal mes en las bolsas internacionales. Los principales índices bursátiles internacionales encadenaron otro mes de pérdidas generalizadas en septiembre, con el índice MSCI All Country World de acciones globales registrando un retroceso superior al 4%. Aunque la caída fue muy generalizada por sectores, los más afectados fueron aquellos más sensibles a las subidas de tipos de interés, como el tecnológico. Así, el índice Nasdaq bajó más de un 5%, una caída que también se dejó sentir con fuerza en el S&P500. La principal excepción a esta tendencia fue el sector energético, animado tanto en Europa como en EE. UU. por la fuerte subida del precio del petróleo en los últimos meses. En España, el IBEX exhibió un mejor desempeño relativo, aunque se dejó un -0,8% en el mes. Por otro lado, en Europa destacó negativamente el DAX, con un -3,5% lastrado por el sector industrial alemán.

El dólar americano continúa capitalizando el higher for longer. El dólar no pierde fuelle y encadenó en septiembre un nuevo mes de importante apreciación, en particular contra el euro, el yen y el franco suizo. La divisa estadounidense se está viendo muy beneficiada, por un lado, del diferencial de tipos que se prevé con estas economías, con ciclos económicos menos dinámicos que el estadounidense y, por otro lado, del menor apetito por el riesgo inversor. En cuanto al euro, su debilidad frente al dólar no fue tan acusada para con otros pares en el mes, y su tipo de cambio efectivo nominal registró una depreciación del 0,5%, que contrasta con el -2,5% que alcanzó frente al dólar.

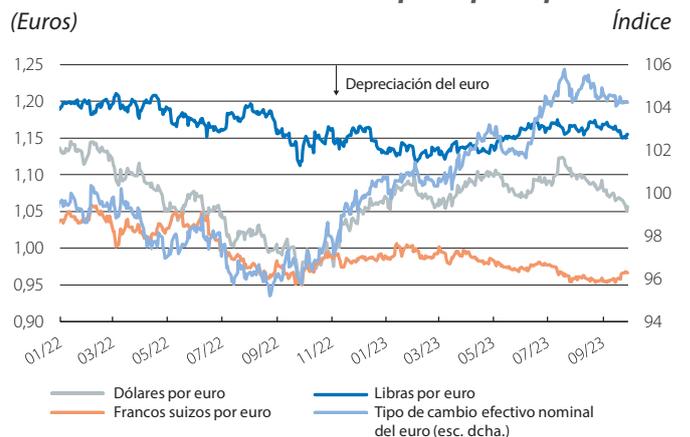
Los recortes en el suministro dirigen los mercados de gas y petróleo. Los precios del petróleo prolongaron su ascenso en septiembre, cuando aumentaron casi el 10%, para cerrar el trimestre con unos precios un 27% superiores respecto a junio y en niveles máximos del año, en torno a los 95 dólares por barril. Los recortes de producción de Arabia Saudí y Rusia han conseguido su objetivo ante la buena marcha de la demanda de crudo china y la rápida reducción de inventarios de petróleo mundiales. Esto, unido a que no han encontrado por ahora contrapeso en los productores de esquisto estadounidenses, incapaces de aumentar la producción tras varios años de poca inversión, deja una tendencia netamente alcista en el mercado en los últimos meses. En cuanto al gas natural, los riesgos al suministro en diferentes puntos (Australia, Noruega, etc.) continúan induciendo una fuerte volatilidad en la referencia europea, el TTF holandés, que, pese a encontrar una importante estabilización en la buena marcha de los inventarios para la época del año, repuntó en el mes casi un 20%.

Desempeño de los sectores bursátiles en el año (arriba) y el mes (abajo)



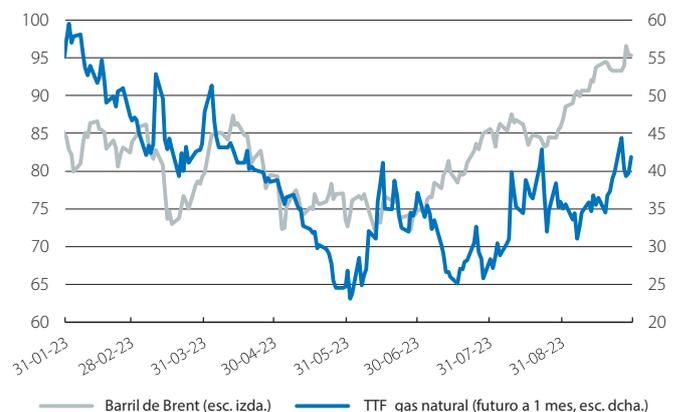
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución del euro frente a sus principales pares (Euros)



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

Evolución del precio de la energía: gas y petróleo (Dólares/barril) (Euros/MWh)



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Bloomberg.