

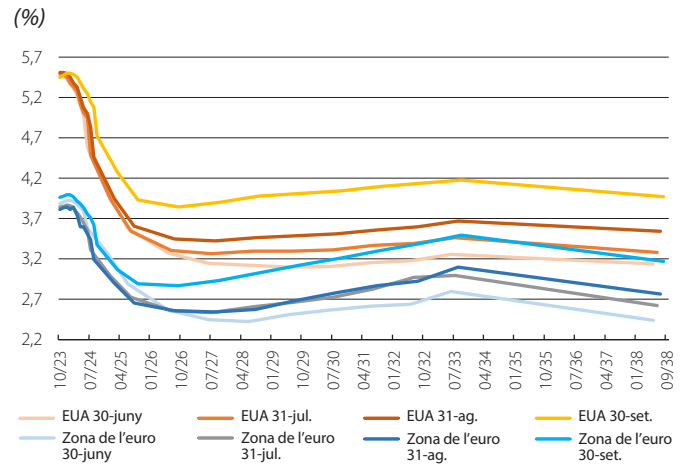
La tardor retorna els inversors al futur de tipus elevats

La Fed aterra l'economia tan suaument que encara no pot retirar els aerofrens. La reunió del FOMC del setembre va confirmar la revisió a l'alça de les expectatives de tipus d'interès per als propers mesos (i anys) de diversos dels seus membres, la qual cosa va accelerar l'ajust en preu dels actius financers que, des del començament de l'estiu, intenten trobar el seu equilibri en un entorn de tipus més elevats durant més temps. Aquest biaix tensionador de la Fed i la bona marxa de l'economia nord-americana van contrastar, a més a més, amb la situació a la resta del món, ja que gairebé tot Europa, la Xina o el Japó van exhibir al setembre un menor dinamisme econòmic. Així, malgrat que els tipus sobirans van repuntar de forma generalitzada durant el mes, el moviment va ser especialment intens en les referències nord-americanes a mitjà i a llarg termini, amb la conseqüent intensificació del pendent de la corba. D'altra banda, mentre que el dòlar no ha deixat de capitalitzar aquesta tendència i ha prolongat l'apreciació que acumula des de mitjan juliol, els actius de risc s'han vist llastats, i les borses van tancar un altre mes amb pèrdues, mentre que el petroli va donar continuïtat al ral·li que l'ha dut fins a màxims de l'any.

Els bancs centrals recuperen protagonisme en el nou curs acadèmic. En el cas de la Fed, malgrat prendre's una pausa en el cicle de pujades i mantenir els tipus en l'interval 5,25%-5,50%, el nou *dot plot* i un cert reconeixement per part del president Powell que el tipus natural de l'economia hauria augmentat van consolidar entre els inversors la perspectiva de tipus d'interès alts durant un bon període de temps (el *higher for longer*). Per la seva banda, el BCE va pujar tipus en 25 p. b. i va deixar el tipus *depo* en el 4,00% i el *refi* en el 4,50%, tot i que va considerar explícitament que el nivell de tipus actual és prou restrictiu, de manera que només caldria mantenir-lo per continuar doblegant la inflació. A la resta del món, el Banc del Japó es va mostrar poc inclinat a endurir de manera significativa la política monetària en els propers mesos, cautelós davant un repunt de la inflació que no considera prou sostingut, la qual cosa va llastar encara més el ien, ja prou depreciat. El Banc d'Anglaterra també va sorprendre amb una pausa en el cicle de pujades després d'una dada d'inflació a l'agost inferior a l'esperada, tot i que encara es manté en nivells molt elevats.

Tipus més alts durant més temps. La narrativa del *higher for longer* va dur la rendibilitat dels bons sobirans nord-americans durant el mes fins a màxims anteriors a la crisi financera del 2008. El repunt que acumulen els tipus nord-americans a més llarg termini en el 3T ha dut les referències a 10 anys més de 70 p. b. per damunt del nivell del juny, i les referències a 30 anys, més de 80 p. b. Aquesta intensificació de la corba està també motivada per la resiliència del cicle econòmic, que impedeix veure cessions en els trams a més curt termini de la corba, amb les referències a 2 anys per damunt del 5%, al voltant de màxims des del 2006. Per la seva banda, a la zona de l'euro, el

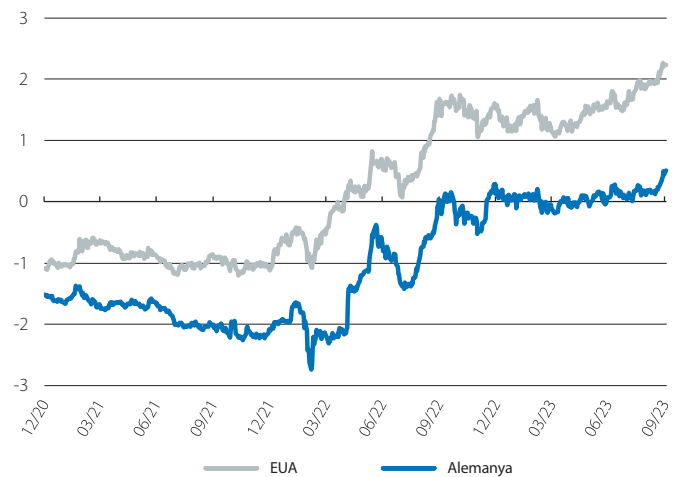
Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE



Nota: Forwards sobre l'EFFR i tipus OIS de la zona de l'euro a partir de corbes d'interès de mercat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

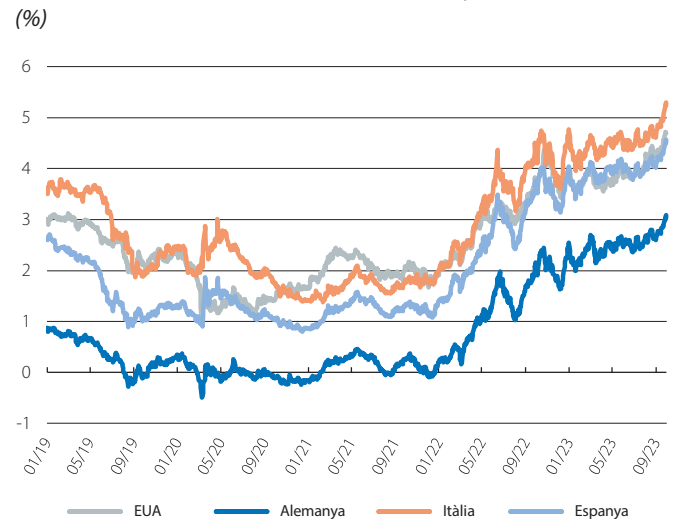
Evolució dels tipus reals a 10 anys

Rendibilitat del bo sobirà indexat a la inflació (%)



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

Evolució dels tipus sobirans a 30 anys



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

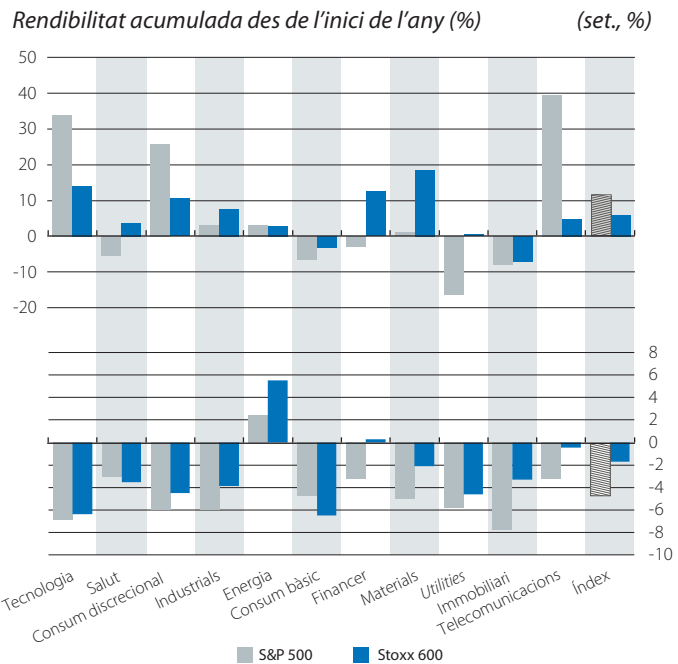
repunt de tipus ha estat més homogeni entre trams, amb una menor intensificació dels pendents (en especial, a la corba alemanya), reflex de la feblesa del cicle econòmic. D'altra banda, la prima de risc italiana va repuntar més de 25 p. b. durant el mes després d'incrementar el Govern la seva previsió de dèficit fiscal per al 2024. Els tipus sobirans britànics van ser la gran excepció del mes, ja que van registrar fortes caigudes en les referències a curt termini.

Mal mes per a les borses internacionals. Els principals índexs borsaris internacionals van encadenar un altre mes de pèrdues generalitzades al setembre, amb l'índex MSCI All Country World d'accions globals registrant una reculada superior al 4%. Tot i que la caiguda va ser molt generalitzada per sectors, els més afectats van ser els més sensibles a les pujades de tipus d'interès, com el tecnològic. Així, l'índex Nasdaq va baixar més del 5%, una caiguda que també es va fer sentir amb força a l'S&P 500. La principal excepció a aquesta tendència va ser el sector energètic, animat, tant a Europa com als EUA, per la forta pujada del preu del petroli en els últims mesos. A Espanya, l'IBEX va exhibir un funcionament relatiu més positiu, malgrat que va recular el -0,8% en el mes. D'altra banda, a Europa, va destacar negativament el DAX, amb el -3,5%, llstat pel sector industrial alemany.

El dòlar nord-americà continua capitalitzant el higher for longer. El dòlar no perd embranzida i va encadenar al setembre un nou mes d'important apreciació, en particular en relació amb l'euro, el ien i el franc suís. La divisa nord-americana es veu molt beneficiada, d'una banda, pel diferencial de tipus que es preveu amb aquestes economies, amb cicles econòmics menys dinàmics que el nord-americà, i, de l'altra, per la menor apetència pel risc inversor. Pel que fa a l'euro, la seva feblesa en relació amb el dòlar no va ser tan intensa amb altres parells durant el mes, i el seu tipus de canvi efectiu nominal va registrar una depreciació del 0,5%, que contrasta amb el -2,5% que va assolir en relació amb el dòlar.

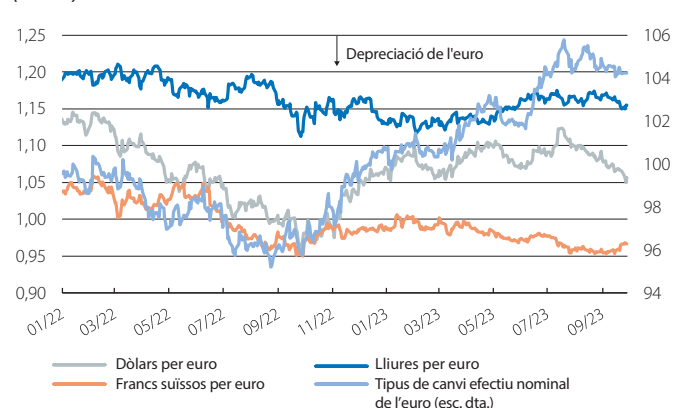
Les retallades en el subministrament dirigeixen els mercats del gas i del petroli. Els preus del petroli van prolongar l'ascens al setembre, quan van augmentar gairebé el 10%, per tancar el trimestre amb uns preus el 27% superiors als del juny i en nivells màxims de l'any, al voltant dels 95 dòlars per barril. Les retallades de producció de l'Aràbia Saudita i de Rússia han aconseguit el seu objectiu davant la bona marxa de la demanda de cru xinesa i la ràpida reducció d'inventaris de petroli mundials. Això, unit al fet que, ara com ara, no han trobat un contrapès en els productors d'esquist nord-americans, incapaces d'incrementar la producció després de diversos anys de poca inversió, deixa una tendència netament alcista al mercat en els últims mesos. Quant al gas natural, els riscos per al subministrament a diferents punts (Austràlia, Noruega, etc.) continuen induint una forta volatilitat en la referència europea, el TTF holandès, que, malgrat trobar una estabilització important en la bona marxa dels inventaris per a l'època de l'any, va repuntar gairebé el 20% en el mes.

Funcionament dels sectors borsaris durant l'any (a dalt) i durant el mes (a baix)



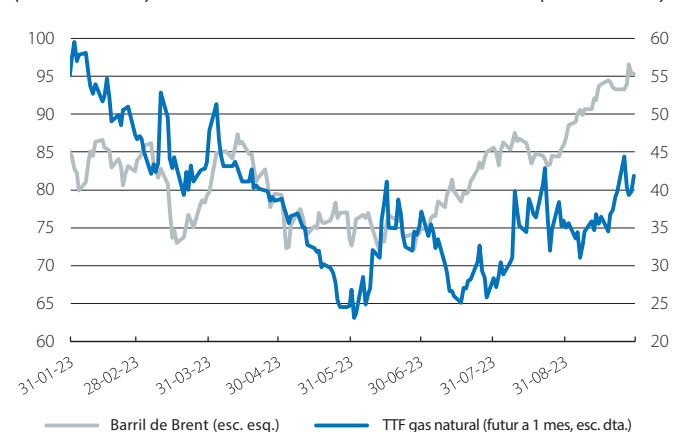
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Evolució de l'euro en relació amb els principals parells (Euros)



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

Evolució del preu de l'energia: gas i petroli (Dòlars/barril)



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