

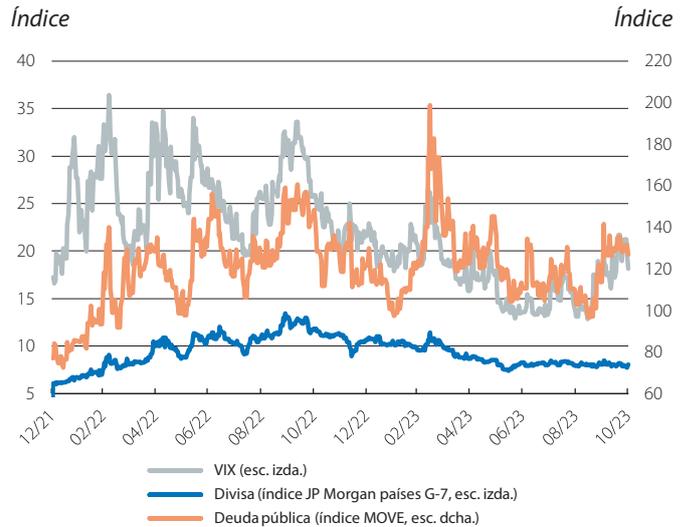
La política monetaria en modo «pausa»

Los bancos centrales centran la atención a pesar del conflicto entre Israel y Hamás. El tramo final del año empezó marcado por dos grandes catalizadores. El primero fue el estallido de un nuevo foco de inestabilidad geopolítica, el conflicto entre Israel y Hamás, que inicialmente generó un repunte de la volatilidad en la mayoría de los activos, y el incremento de la cautela de los inversores. En el transcurso de las semanas, y a pesar del potencial desestabilizador de la región en caso de escalada, el nerviosismo inversor se moderó debido a la percepción local del conflicto y la atención giró hacia los principales bancos centrales (el segundo catalizador). Primero el BCE y luego la Fed coincidieron al mantener sin cambios sus tipos oficiales en octubre, hecho que reforzó la visión de que el endurecimiento monetario ha tocado techo, y sirvió de aliciente para la recuperación del apetito por el riesgo de los inversores, aunque de manera relativamente contenida.

Las commodities soportan la presión de la crisis. A diferencia de lo ocurrido en la invasión de Ucrania por Rusia, los precios de las materias primas, y en especial de la energía, resistieron favorablemente el shock inicial de la crisis en Oriente Medio. Esto se habría debido, en parte, a que ninguno de los países implicados en el conflicto son productores de referencia de recursos básicos y a que el contexto monetario internacional (con tipos de interés altos por más tiempo) ayuda a amortiguar un auge de los precios, vía menor demanda. No obstante, los precios se mantuvieron volátiles ante la elevada incertidumbre del entorno, así como por el riesgo de que una extensión del conflicto a más países tuviera mayores repercusiones sobre la producción y el tránsito comercial de algunas materias energéticas. Mientras el precio del barril de Brent tuvo un comportamiento de ida y vuelta y finalizó sobre los niveles de comienzo de mes, el precio del gas natural (el TTF holandés) se encareció hasta niveles de hace ocho meses, además, por factores exógenos de carácter temporal (como el sabotaje a un gaseoducto en Finlandia y la huelga de una empresa gasística en Australia).

Los bancos centrales se toman una pausa y advierten que mantendrán la política restrictiva el tiempo que sea necesario. Después de más de un año de subidas de los tipos de interés y del tensionamiento de las condiciones financieras, las principales economías avanzadas han comenzado a mostrar signos claros de enfriamiento, principalmente a través de sus tasas de inflación. Aunque todavía se encuentran por encima de los niveles deseables por sus respectivas autoridades monetarias, el hecho de que la desinflación haya sido notable y sostenida fue clave para que los principales bancos centrales decidieran poner en pausa el ciclo de subida de tasas en sus últimas reuniones. Con todo, todavía están lejos de dar por terminada la lucha contra la inflación y, en este sentido, reiteraron un sesgo restrictivo y la intención de mantener los tipos elevados por un buen tiempo. Así, el BCE en su reunión de octubre dejó los tipos de interés en los niveles fijados en septiembre (el depo al 4,00% y el refi al

Volatilidad en los mercados financieros



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

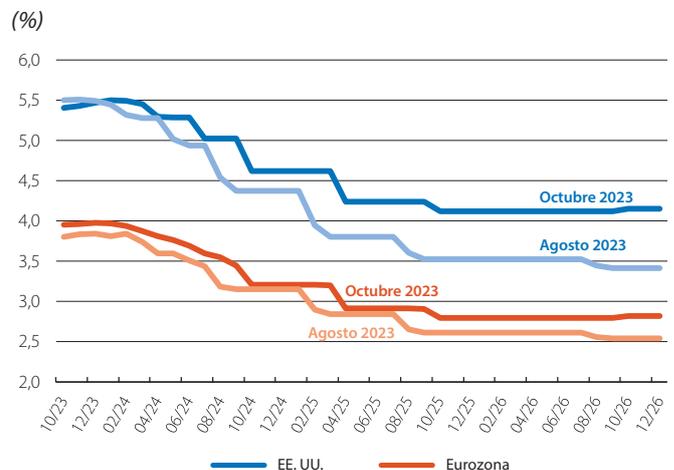
Materias primas

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Israel/Hamás *	Octubre	En el año	2022
Commodities	Índice	104,7	2,0	0,9	-7,2	13,8
Energía	Índice	36,8	1,2	-1,2	-10,8	-4,4
Brent	\$/barril	85,7	1,3	-5,5	-0,3	33,5
Gas natural (Europa)	€/MWh	47,6	24,4	20,9	-37,7	-0,3
Metales preciosos	Índice	217,7	7,7	7,9	1,3	25,3
Oro	\$/onza	1.986,3	8,4	8,7	8,9	44,8
Metales industriales	Índice	138,8	-0,1	-2,1	-16,0	6,1
Aluminio	\$/Tm	2.236,5	-0,1	-4,7	-6,0	16,7
Cobre	\$/Tm	8.109,5	0,8	-1,9	-3,1	12,4
Agricultura	Índice	64,6	1,1	0,6	-6,1	-1,9
Trigo	\$/fanega	562,3	-1,1	-0,4	-29,0	7,5

Nota: * Toma de referencia de los precios de cierre del 6 de octubre.

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

Fed y BCE: expectativas sobre los tipos de interés de referencia



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.

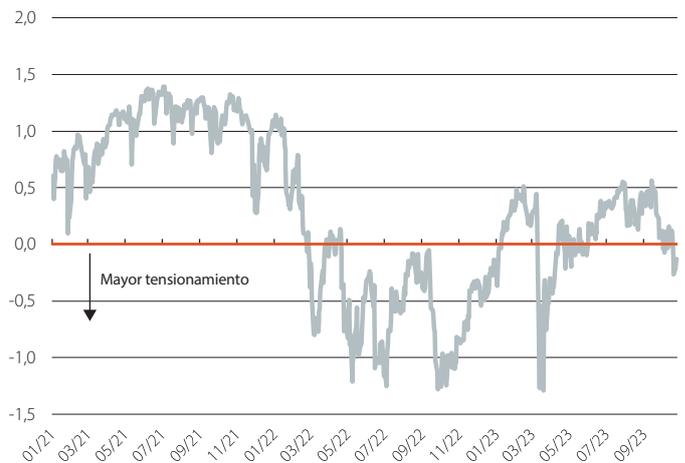
4,50%), mientras que la Fed mantuvo los tipos en el 5,25%-5,50% y, aunque reconoció que las condiciones financieras se han seguido tensionando, dejó la puerta abierta a subidas adicionales dada la fortaleza de la economía estadounidense. En ambos casos, los mercados financieros interpretaron que las pausas ponían fin al ciclo de subidas de tipos a los dos lados del Atlántico. En otras economías avanzadas, los bancos centrales de Canadá e Inglaterra también optaron por mantener sus tasas sin cambios en el 5,00% y el 5,25%, respectivamente. El contrapunto lo puso el Banco de Japón, que, todavía con una política muy expansiva, dio un pequeño paso hacia la retirada de su política de control de la curva de tipos soberanos (el Banco de Japón fija un «techo» del 1,0% para el tipo soberano a 10 años, una cota que a partir de ahora probablemente tratará con más flexibilidad al considerarla, formalmente, como solo una «referencia»).

Mejora de las pendientes de las curvas soberanas. En las sesiones previas a las reuniones de la Fed y el BCE, y a pesar de la incertidumbre geopolítica, la expectativa de un entorno monetario marcado por el *higher for longer* fue el principal catalizador de los mercados soberanos. En EE. UU., este sentimiento se afianzó con la publicación de datos de actividad que mostraron que la economía se mantenía resiliente, y presionó notablemente al alza la rentabilidad de los bonos a largo plazo, que en el caso del *treasury* a 10 años alcanzó el 5% (momentáneamente) por primera vez en 16 años. Sin embargo, tras la reunión de la Fed, los datos del mercado laboral mostraron cierta pérdida de tracción y, nuevamente, las rentabilidades de la deuda soberana descendieron junto con la menor expectativa de los inversores de nuevas alzas de tipos por parte de la Fed. En la eurozona, por el contrario, la debilidad de los datos económicos propició el ajuste a la baja en los rendimientos de los tramos más a corto plazo, mientras que los tramos largos terminaron contagiándose del descenso final de los tipos soberanos de EE. UU. Las primas de riesgo de los países de la periferia europea se estrecharon, especialmente la de Italia después de que S&P mantuviera su calificación crediticia. Por su parte, en el mercado de divisas, el dólar capitalizó la mejora de rentabilidad de su curva frente a la de la eurozona y se mantuvo alrededor del 1,05 frente al euro.

Las bolsas suman tres meses seguidos de descensos. Pese a registrar un saldo anual positivo del 7%, el MSCI World Index cedió cerca de un 2% en octubre, resultado de la confirmación de la continuidad de los tipos de interés en niveles elevados y durante más tiempo, tanto en las economías avanzadas como en las principales emergentes, y de la cautela de los inversores ante la inestabilidad de algunos riesgos geopolíticos. Además, ambos factores coincidieron con el inicio de la campaña de resultados empresariales del 3T en EE. UU. y la eurozona. Hasta el cierre de octubre, el balance era mixto, puesto que los beneficios estaban superando las expectativas en más de un 70%, en el caso de EE. UU., pero el ritmo de crecimiento de estos fue el más bajo en los últimos trimestres, y las perspectivas para 2024 eran menos optimistas. En suma, estos factores penalizaron la capitalización de las principales bolsas occidentales, que en el mes se dejaron de media un 3%, y las de las emergentes, donde a pesar de los nuevos estímulos monetarios y fiscales en China, sus principales índices bursátiles también descendieron.

EE. UU.: condiciones financieras

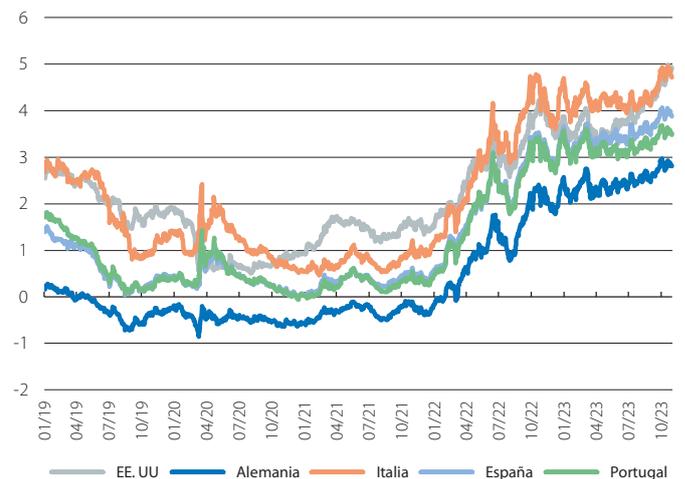
Índice



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

Evolución de los tipos soberanos a 10 años

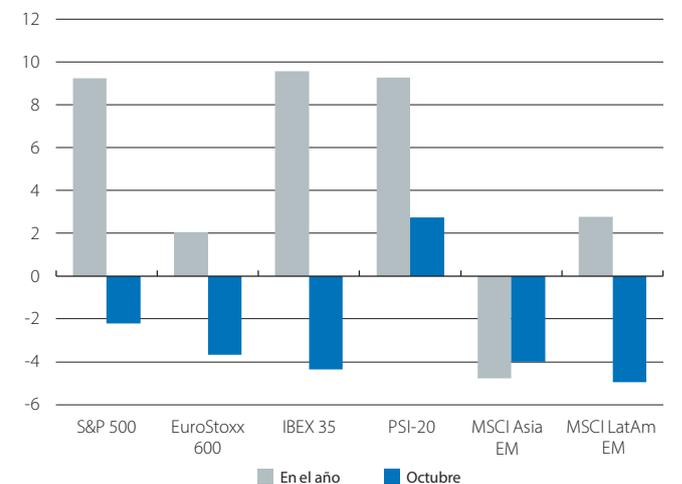
(%)



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

Principales índices bursátiles

Variación (%)



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