

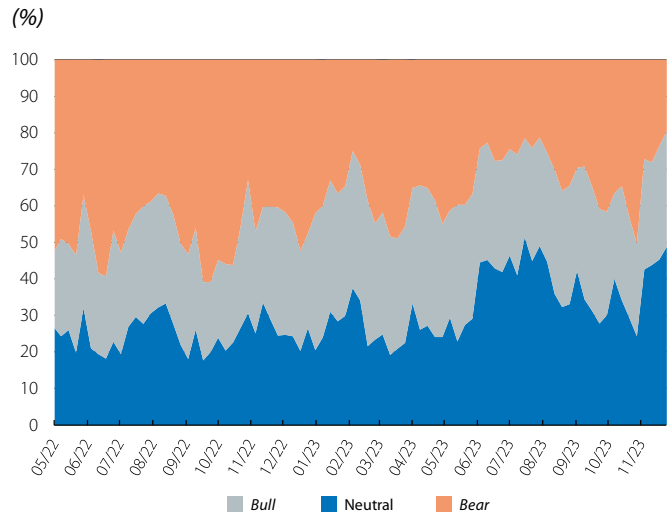
Les expectatives d'un aterratge suau propicien un rally als mercats

Reajustament ràpid del sentiment de mercat al novembre. Des de l'agost fins a l'octubre, el to al mercat va estar dominat per una política monetària restrictiva, per una inflació persistentment per damunt de l'objectiu i per l'expectativa del *higher for longer* que va llastar les borses i va impulsar les rendibilitats sobiranes. Però, ateses les noves dades econòmiques que apunten a un aterratge suau de les economies, la narrativa dels mercats va canviar de rumb al novembre. Així, al llarg del mes, els inversors van mostrar un to *risk-on*, van impulsar guanys a les borses i retallades en les rendibilitats del deute sobirà i, finalment, van propiciar un afebliment del dòlar enfront de les seves principals contraparts.

Els bancs centrals deixen d'apujar tipus i els mercats especulen amb les primeres baixades. A les reunions d'octubre, els principals bancs centrals van mantenir sense canvis els tipus d'interès i es van col·locar en mode pausa, després de dos anys d'augment de tipus de manera sostinguda en el que ha estat un dels cicles d'enduriment de la política monetària més agressius de les últimes dècades. Els mercats han interpretat aquesta pausa com el final del cicle de pujades i els nivells actuals, com els tipus pic als dos costats de l'Atlàntic, una visió que compartim des de CaixaBank Research. Així i tot, diversos membres dels principals bancs centrals van destacar en nombroses ocasions durant el mes que encara queda camí per recórrer per arribar a l'objectiu d'inflació i van emfatitzar que la seva estratègia passa ara per mantenir la política monetària en una posició restrictiva durant un bon temps, i, de fet, formalment, els comunicats dels bancs centrals encara mantenen la porta oberta a més augment de tipus si fos necessari. Però, malgrat aquests missatges, al novembre, els mercats van endurir les expectatives sobre les retallades de tipus per al 2024, animats pel refredament dels indicadors d'activitat econòmica i pel descens de les últimes dades d'inflació. En concret, en el cas de la Fed, al final de novembre, les expectatives dels inversors van avançar la seva previsió de la primera retallada al març del 2024 i van projectar retallades acumulades de -115 p. b. en el conjunt de l'any (a l'octubre, apuntaven al juny per a la primera retallada i baixades acumulades de 65 p. b.). Pel que fa al BCE, els implícits de mercat van anticipar la primera retallada al març (abans, l'abril), amb l'expectativa de baixades de 120 p. b. en l'acumulat del 2024 (abans, 85 p. b.).

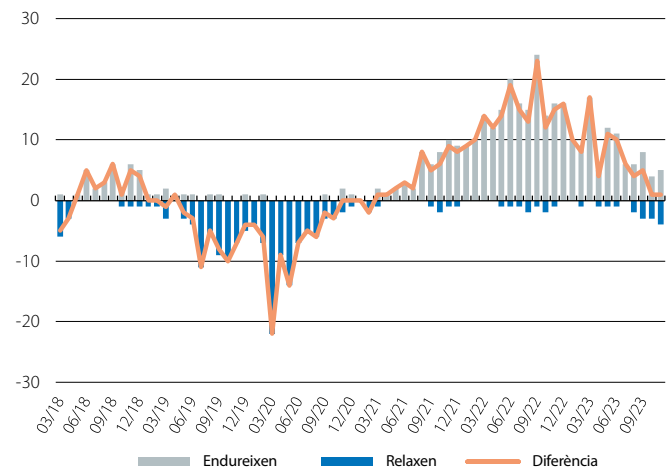
Les rendibilitats dels bons sobirans registren el pitjor mes en anys. Aquestes expectatives d'un pivoteig en la política monetària més aviat que tard el 2024 es van traduir en un *rally* important en el deute sobirà. Els tipus sobirans a 10 anys van acumular caigudes superiors als 60 p. b. als EUA i gairebé 40 p. b. a Alemanya, els majors moviments des del 2011 en el cas nord-americà i des del 2021 en l'alemany, i van desfer una gran part de les pujades de la segona meitat de l'any. Les economies europees perifèriques van reduir les primes de risc en veure caigudes encara més intenses que les del nucli, amb l'impuls addicional a Itàlia després de la confirmació del ràting sobirà per part de les agències de qualificació creditícia Moody's i Fitch. Les rendi-

EUA: sentiment del mercat



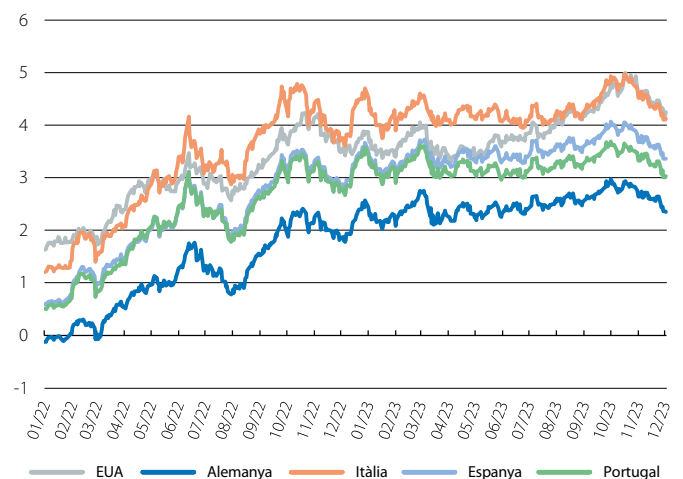
Nota: Percentatge d'inversors que responen l'enquesta de l'American Association of Individual Investors sobre el seu sentiment: optimista (bull), neutral o pessimista (bear).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Bancs centrals que ajusten tipus (Nombre)



Nota: Mostra de 35 bancs centrals, 11 d'economies avançades i 24 d'emergents.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys (%)



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

bilitats a curt termini també van experimentar moviments a la baixa, tot i que més delimitats que les del tram llarg (per exemple, al voltant dels 40 p. b. i 20 p. b. en els tipus sobirans a 2 anys dels EUA i d'Alemanya, respectivament), de manera que les corbes sobiranes mantenen el pendent invertit.

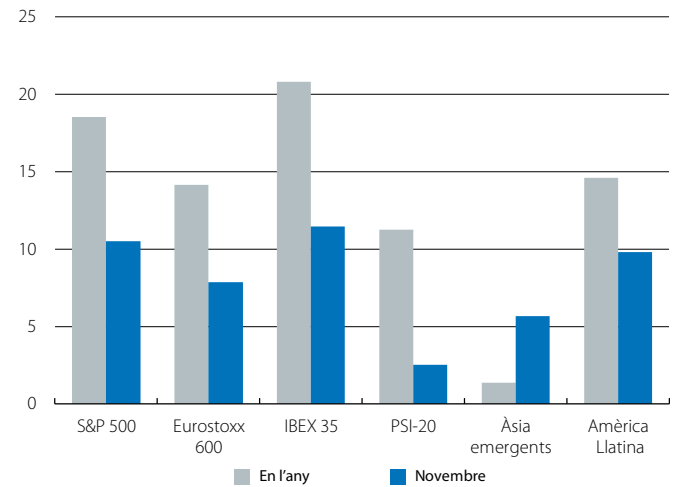
La volatilitat toca mínims al mercat de renda variable. La major apetència pel risc va afavorir el descens de la volatilitat (en el cas de l'S&P 500, fins a mínims del gener del 2020) i la millora del comportament dels índexs borsaris al novembre. Així, els principals parquets van anotar el millor mes des de l'inici d'enguany, amb pujades de gairebé el 8% en l'Eurostoxx 50 i properes al 10% en l'S&P 500. A Europa, va destacar especialment l'IBEX 35, que, després de sumar cinc setmanes a l'alça (la millor ratxa des del final de març), va assolir el nivell màxim de l'any. En el cas dels mercats emergents, els avanços també van ser notables, amb l'MSCI EM una mica per damunt del 7%, a causa, principalment, de la revaloració dels índexs de l'Amèrica Llatina (amb l'Argentina al capdavant després de la victòria presidencial de Javier Milei). En canvi, les borses xineses van tancar gairebé planes, davant la falta d'impuls de la seva economia i de les persistents dificultats del sector immobiliari.

El dòlar perd atractiu. El protagonista del mes al mercat de divises va ser el dòlar nord-americà, que, enmig d'un context favorable als actius de risc, va perdre atractiu com actiu refugi. En concret, el dòlar va registrar el pitjor mes de l'any 2023, es va depreciar enfront de les principals contraparts i va patir una caiguda del 3% en l'índex DXY. El canvi euro/dòlar va arribar a tocar els 1,10 dòlars de forma momentània i va oscil·lar la majoria del temps al voltant dels 1,09 dòlars. El dòlar, fins i tot, va donar treva al tan depreciat ien japonès, que, en el mateix mes, va passar de registrar mínims dels 30 últims anys a enfortir-se fins a nivells del setembre del 2023, en un context d'especulació sobre el final del control de tipus de la corba sobirana del Banc del Japó (vegeu el Focus «[Japó: canvi en el rumb de la política monetària](#)», en aquest mateix informe).

El petroli es desinfla amb els ulls posats a l'OPEP i aliats. Al mercat de les primeres matèries, l'atenció es va centrar en la reunió de l'OPEP i aliats celebrada al final del mes, les expectatives sobre la qual van mantenir els preus del Brent en un rang contingut a l'espera de nous anuncis, de manera que el to *risk-on* de la resta d'actius financers no va afectar els preus del cru. Com s'esperava, els països membres van anunciar l'extensió de retallades de producció a 1 milió de barrils diaris (b/d), amb retallades voluntàries addicionals que podrien sumar un total de 2 milions b/d, vigents entre el gener i el març del 2024. Abans de la reunió, a més a més, va haver-hi molts rumors sobre els desacords entre els membres africans i l'Aràbia Saudita, els quals van generar moviments d'anada i tornada en els preus del cru. El barril de Brent va oscil·lar clarament per sota dels 90 dòlars, nivell en què havia acabat l'octubre, i, finalment, va tancar el novembre al voltant dels 80 dòlars/barril. Els preus també es van veure afectats pel nerviosisme creixent sobre una desacceleració en la demanda global, que es va començar a notar ja en els elevats nivells d'inventaris als EUA. D'altra banda, la referència europea de gas natural va ampliar les pèrdues fins a nivells per sota dels 44 euros/MWh, atesos l'alt nivell de reserves per a l'època de l'any (prop del 95%) i una tardor menys freda de l'habitual.

Borses internacionals

Variació (%)

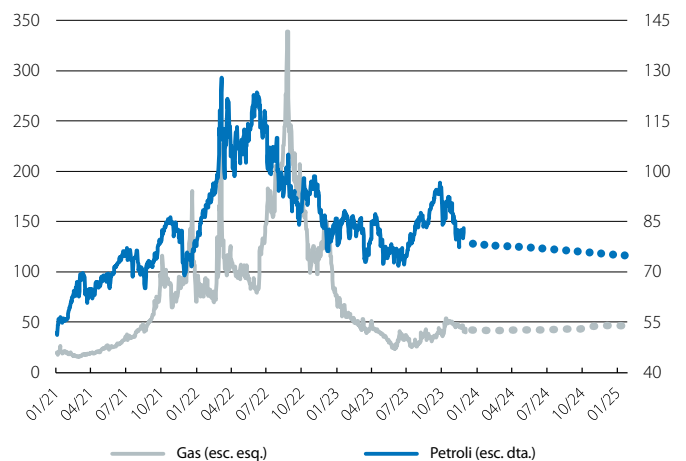


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Preus del gas i del petroli

(€/MWh)

(\$/barril)



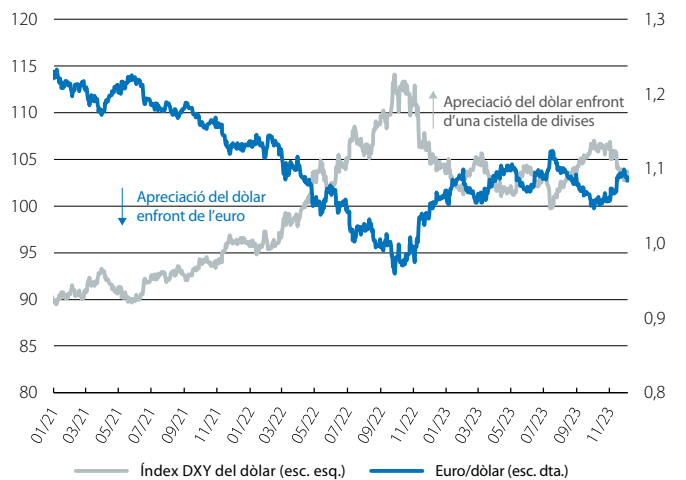
Notes: Gas natural TTF i petroli Brent. Els punts assenyalen els preus dels contractes futurs de gas i de petroli des del gener del 2024 a l'abril del 2025.

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

EUA: valoració del dòlar

Índex

(Euro/dòlar)



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