

## MERCATS FINANCERS

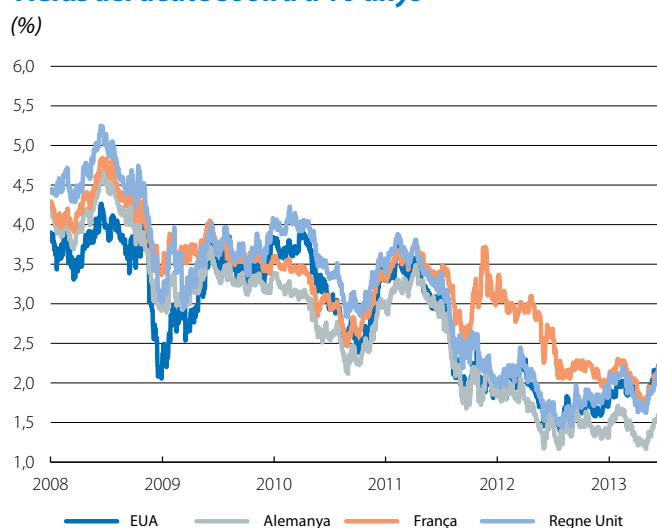
**Al juny, el comportament dels mercats financers internacionals ha estat inestable.** Els dos grans focus de preocupació que es van obrir al maig —la Reserva Federal i la Xina— han empitjorat en les últimes setmanes. Les *yields* dels bons han repuntat intensament a la gran majoria de països, les primes de risc creditici han augmentat, les borses han registrat caigudes i les monedes dels països emergents han perllongat la seva depreciació, tot plegat en un entorn de més volatilitat i de contenció dels volums de negociació. Atès aquest deteriorament de l'entorn, és destacable i revelador que el clima als mercats de la zona de l'euro, en particular a l'espanyol, hagi estat relativament constructiu.

**La Reserva Federal (Fed) presenta el full de ruta.** Després dels missatges que diversos membres de la Fed havien realitzat al maig sobre la conveniència de reconsiderar les mesures d'estímul, totes les mirades estaven posades en la reunió del comitè de política monetària celebrada el 19 de juny. Com s'explica amb més detall al Focus «La controvertida "estratègia de sortida" de la Reserva Federal», Ben Bernanke va anunciar un pla per a la retirada d'estímul tant en relació amb el programa de compra de bons com amb la gestió dels tipus d'interès oficials. L'acte reflex dels inversors va consistir en vendes significatives a la pràctica totalitat dels mercats, amb alguns moments de nerviosisme. D'alguna manera, no estava plenament descomptat que la Fed establiria condicions i dates concretes per retirar la superabundància de liquiditat i els seus efectes balsàmics. I menys que l'inici és a tocar: abans d'acabar l'any.

**El procés dissenyat per a la normalització de la política monetària serà gradual** i s'adequarà a la millora dels fonaments econòmics. El mateix Bernanke va insistir molt en aquest aspecte, però sense gaire èxit. Atesa la inestabilitat dels mercats, amb el consegüent risc de posada en marxa de mecanismes nocius d'amplificació i de transmissió de les turbulències, diversos membres de la Fed van dir-hi la seva. Tot i que van manifestar visions una mica disperses, tots van coincidir a destacar que el pla oficial no significa pitjar el fre, sinó aixecar el peu de l'accelerador dels estímuls. És més, alguns membres van ressaltar que, si l'evolució econòmica decep, estan plenament disposats a incrementar les mesures expansives. Aquests missatges van aconseguir, finalment, calmar una mica els ànims en el tram final del mes i van propiciar una recuperació parcial del deteriorament previ tant en la renda fixa com en la variable.

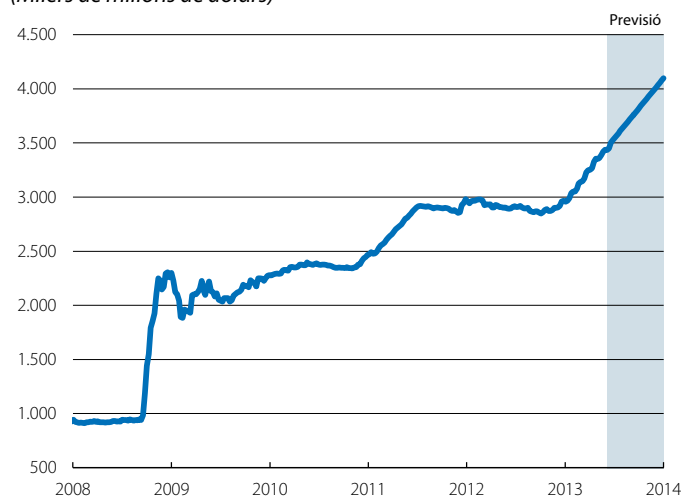
**El període vacacional que ara s'inicia no és el més propici perquè disminueixi la volatilitat**, però, amb una perspectiva a mitjà i a llarg termini, sembla que el pla traçat per la Fed té més avantatges que inconvenients de cara als mercats financers. L'equilibri entre transparència i concreció, d'una banda, i entre flexibilitat i gradualisme, de l'altra, elimina incerteses i dibuixa un escenari de condicions monetàries laxes durant un període llarg de temps. A mesura que l'expansió econòmica es consoli-

### Yields del deute sobirà a 10 anys

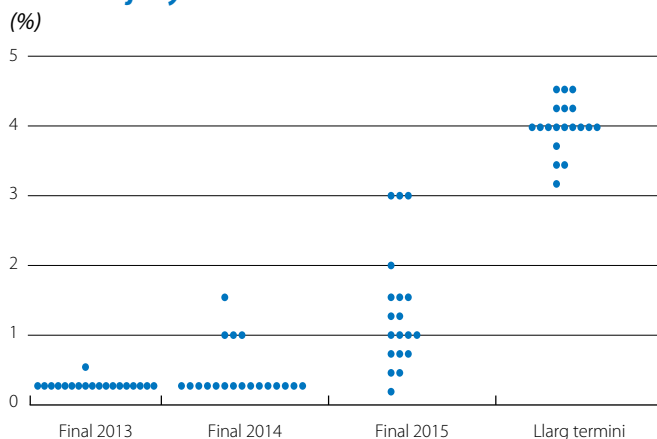


### EUA: actius al balanç de la Fed

(Milers de milions de dòlars)



### Fed: nivell apropiat per al tipus d'interès oficial segons els 19 participants al Comitè del 19 de juny



di, els actius financers amb risc (com les borses) en resultaran beneficiats i reprendran la tendència alcista. Per la seva banda, les *yields* del deute públic dels EUA (i, per arrossegament, de la resta de països) haurien de corregir una part del fort repunt d'aquests dos últims mesos per emprendre després una via alcista molt més assossegada.

**Tot i que sigui gradual, el canvi de règim monetari té implicacions poderoses** per als mercats financers. La normalització econòmica i monetària de la primera economia mundial, juntament amb l'evolució raonablement positiva que esperem a la resta de regions, apunta a un protagonisme creixent dels fonaments econòmics dels diferents països i sectors, amb un paper especialment destacat per a les dades sobre el mercat laboral nord-americà. A poc a poc, anirà quedant enrere la dinàmica d'alternança *risk-on/risk-off* tan característica dels últims anys.

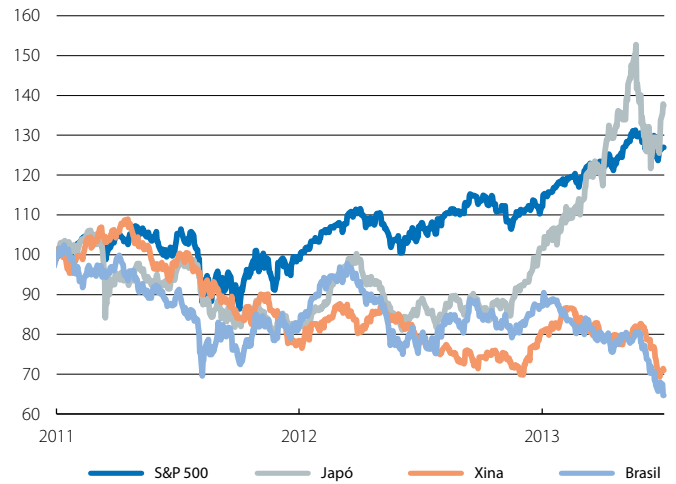
**La preocupació pels països emergents es manté.** La tempesta desencadenada per la Fed ha castigat amb particular virulència els mercats emergents de bons i accions, que han patit sortides de capitals i depreciació de les divises. El rerefons de feblesa del pols econòmic en aquests països ha propiciat aquest comportament. La Xina és el cas més destacat, però també hi ha ombres en l'evolució del Brasil, de l'Índia i d'altres països.

**La Xina ha ofert una sorpresa negativa en forma de tensions al mercat interbancari.** L'increment sobtat que van experimentar els tipus d'interès monetaris va despertar entre els inversors internacionals el record dels episodis dels EUA del 2008 i de la zona de l'euro del 2011, preludi, en els dos casos, de problemes de gran abast. La borsa xinesa va reaccionar amb fortes caigudes, que van contribuir al negatiu to global. Tal com s'explica al Focus «Xina: tensió a l'interbancari», l'origen d'aquestes tensions al mercat interbancari xinès cal buscar-lo en factors tècnics passatgers, davant dels quals el banc central ha adoptat una posició «dura» i ha ajornat la intervenció per no exacerbar el risc de formació de bombolles d'ara endavant. Sigui com sigui, aquest episodi posa de manifest els problemes que la Xina troba per sostenir el ritme d'expansió mentre canvia el model i intenta assegurar l'estabilitat financera.

**Les tensions socials afegeixen una nova dimensió als problemes dels països emergents.** El Brasil, Turquia i Egipte són els principals exponents d'aquesta situació. Ara com ara, sembla que es tracta de situacions controlades, però convé no menysprear el risc geopolític que comporten. Si es consumés, podria tenir abast sistèmic i intensificar les amenaces sobre l'estabilitat financera i l'evolució econòmica. En definitiva, els països emergents són, en aquests moments, una baula feble que entela el panorama global. En qualsevol cas, el curs més probable continua sent el de millora progressiva, atesos la base de la posició financera (endeutament) raonablement sòlida de la majoria d'aquests països, l'ampli marge d'actuació per a les polítiques monetària i fiscal i el to més positiu de les economies desenvolupades.

**Evolució de les principals borses internacionals**

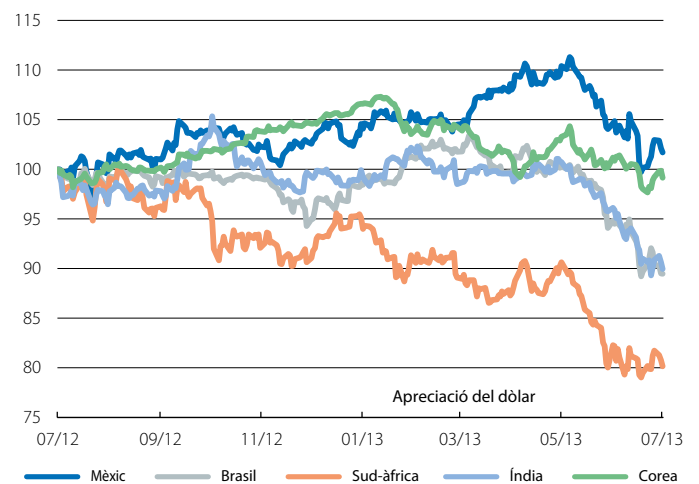
(Gener 2011 = 100)



Font: Bloomberg.

**Evolució de diferents divises enfront del dòlar**

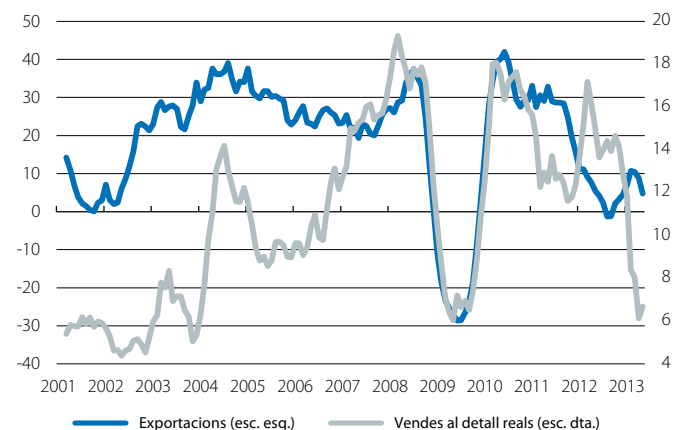
(Juliol 2012 = 100)



Font: Bloomberg.

**Economies emergents: exportacions i vendes al detall (\*)**

(Brasil, Rússia, Índia i Xina ponderats per PIB PPA; mitjana mòbil de 3 mesos, variació interanual)



Font: Bloomberg.

**Els mercats financers del Japó s'estabilitzen.** Amb una dinàmica pròpia i diferenciada, la borsa, els bons i la divisa nipona han apaivagat el comportament extremadament volàtil del maig. Això dona suport a la interpretació que es tracta d'una fase de correcció després dels forts moviments propiciats pel desplegament de l'*Abenomics*, i no un efecte *boomerang* d'aquesta política. De fet, les mesures d'expansió quantitativa que implementarà el Banc del Japó en els pròxims mesos representaran una contribució important a l'entorn de liquiditat global abundant que esperem, malgrat que la Fed freni les compres de bons.

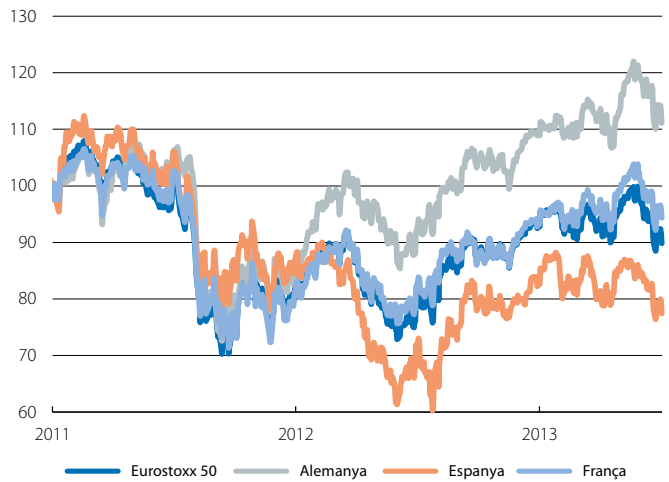
**La zona de l'euro es manté en segon pla, però no és immune.** Els actius financers de la regió no han defugit les turbulències generades per la Fed i pels països emergents. Fins i tot, en algunes parcel·les, el càstig ha estat particularment sever. Aquest és el cas de les borses, atès que les empreses integrants dels índexs selectius de la regió tenen una exposició molt elevada als mercats emergents. No obstant això, els factors interns, vinculats a la complexa i llarga crisi del deute, institucional i econòmica, han tingut una influència que podem situar entre neutra i positiva. Així, les tensions sobre les primes de risc perifèriques han estat moderades i, en el tram final del mes, s'han esvaït amb una notable rapidesa. L'*spread* d'Espanya amb Alemanya a 10 anys va repuntar des dels 290 punts bàsics fins als 320 i va tornar després al nivell de partida. L'evolució de l'euro enfront del dòlar també ha estat d'anada i tornada entre 1,30 i 1,34, dins el rang de fluctuació dels últims mesos, que és previsible que es mantingui.

**Les cimeres europees ni sorprenen ni deceben.** Els inversors han fet una lectura d'«ampolla mig plena» dels acords assolits per l'Ecofin i el Consell Europeu. D'una banda, en matèria d'articulació de la unió bancària, es confirma que l'avanç, tot i ser lent, és ferm. La percepció sobre el risc bancari i el seu vincle pernicios amb el risc sobirà no ha mostrat canvis significatius, com ho testifica el comportament relativament estable dels CDS bancaris. De l'altra, els programes per combatre l'atur juvenil i per facilitar el finançament de les pimes són passos modestos, però s'orienten en la bona direcció. Pel que fa al segon, el BCE no ha concretat encara els termes de la seva participació, que sembla que no serà gaire agressiva. Sí s'han manifestat Mario Draghi i altres membres destacats del BCE sobre l'orientació del conjunt de la política monetària després de fer-se públics els plans de la Fed. El missatge és inequívoc: l'«estratègia de sortida» per al BCE no s'albira a l'horitzó, en particular en matèria de tipus oficials. D'aquesta manera, pretenen neutralitzar l'incipient augment dels tipus monetaris (l'euríbor a 12 mesos s'ha tornat a situar per damunt del 0,50%).

**No sembla que la treva dels últims mesos en la crisi de la zona de l'euro sigui definitiva.** Els riscos són encara elevats, en particular els derivats del fràgil pols de l'activitat econòmica. La millora percebuda recentment és prometedora, però ha de tenir continuïtat per allunyar les amenaces que planen sobre algunes peces clau, com el sector bancari i els països perifèrics amb governs febles.

**Borses de la zona de l'euro: evolució per països**

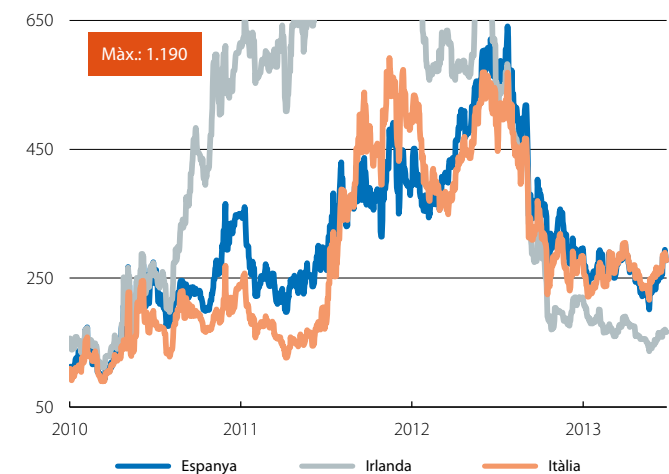
(Gener 2011 = 100)



Font: Bloomberg.

**Primes de risc deute sobirà**

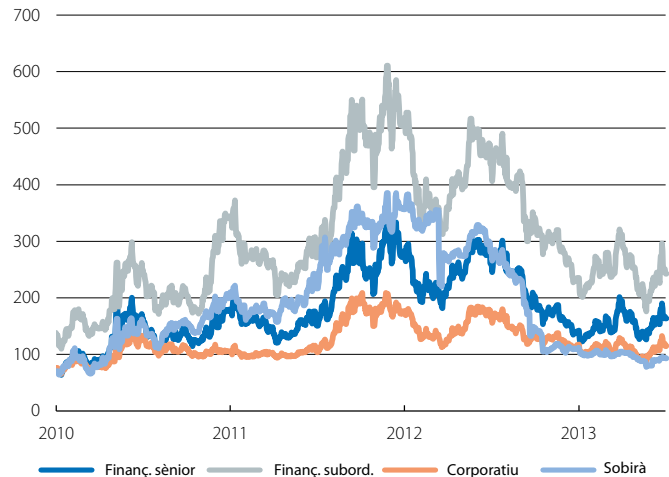
(CDS; punts bàsics)



Font: Bloomberg.

**Primes CDS a Europa per tipus d'emissor**

(Punts bàsics)



Font: Bloomberg.