

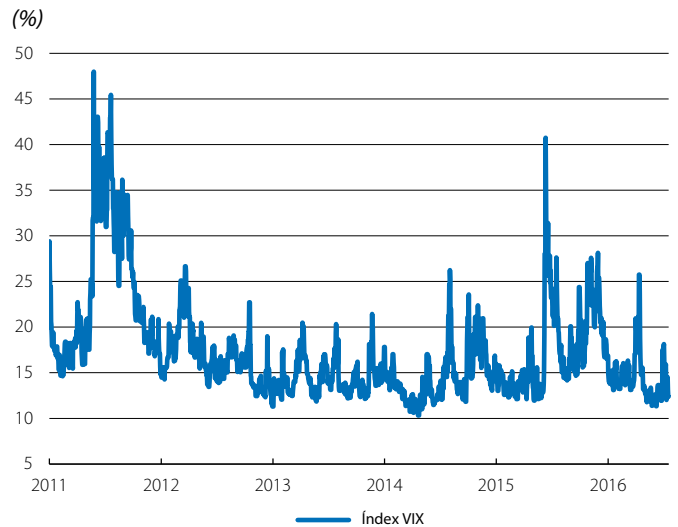
CONJUNTURA · Els bancs centrals interrompen la calma als mercats

Després d'un període de vacances tranquil, el mes de setembre va estar marcat per un rebrot de nerviosisme als mercats internacionals. Els dubtes sobre les actuacions dels bancs centrals dels països desenvolupats van ser el principal detonant d'aquest repunt de la volatilitat. En particular, les borses internacionals van evolucionar al compàs dels discursos de diversos membres de la Reserva Federal (Fed), que es van multiplicar a mesura que s'apropava la reunió del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès). Aquestes declaracions, que, majoritàriament, apuntaven a un enduriment de la posició de la Fed, atesa la fortalesa de l'economia nord-americana, van alimentar el sentiment d'aversió al risc. Això es va traduir en vendes d'actius, sobretot a les borses emergents, que van patir caigudes importants. No obstant això, aquest repunt del nerviosisme és contingut i limitat principalment al mercat de renda variable. Prenent una mica de perspectiva, aquest episodi és menys virulent que altres del passat recent, com, per exemple, a l'inici d'enguany pels problemes de la Xina o després del vot a favor del *bretxit* al final de juny.

Les perspectives d'inversió continuen sent fràgils davant els diversos focus d'instabilitat potencial que s'albiren a l'horitzó. A curt i a mitjà termini, hi ha diversos elements que podrien generar nous episodis de volatilitat. En el pla polític, l'agenda està farcida de cites electorals importants, com, per exemple, el referèndum sobre la reforma constitucional que se celebrarà el 4 de desembre a Itàlia o la repetició de les eleccions presidencials a Àustria. Però, en els propers mesos, les eleccions presidencials nord-americanes seran les que monopolitzaran l'atenció dels inversors. Les vicissituds que se'n derivin poden originar episodis de turbulència, en especial si la probabilitat que es produeixi una sorpresa electoral augmenta. Finalment, la reacció a la propera pujada de tipus d'interès als EUA serà també crucial per al comportament dels actius financers en els propers mesos, tot i que el to prudent de la Fed contribuirà, segurament, a suavitzar els efectes negatius d'aquesta normalització.

El Banc Central Europeu (BCE) va obrir el ball dels bancs centrals amb poques novetats. El Consell de Govern (CG) de l'autoritat monetària de la zona de l'euro, que es va reunir al començament del mes de setembre, va decidir no introduir canvis ni ajustos en els paràmetres de la política monetària. Després de destacar l'efectivitat de les mesures adoptades fins avui i la resiliència de l'economia de la zona de l'euro, en particular després del *bretxit*, el president del BCE va deixar un missatge clar: «de moment», no es contempen estímuls addicionals. Draghi es va mostrar confiat que el BCE complirà l'objectiu d'inflació, tot i que a un ritme una mica més lent del previst fa uns mesos. Els inversors, que esperaven mesures addicionals, com l'extensió del programa de compra d'actius (QE) més enllà

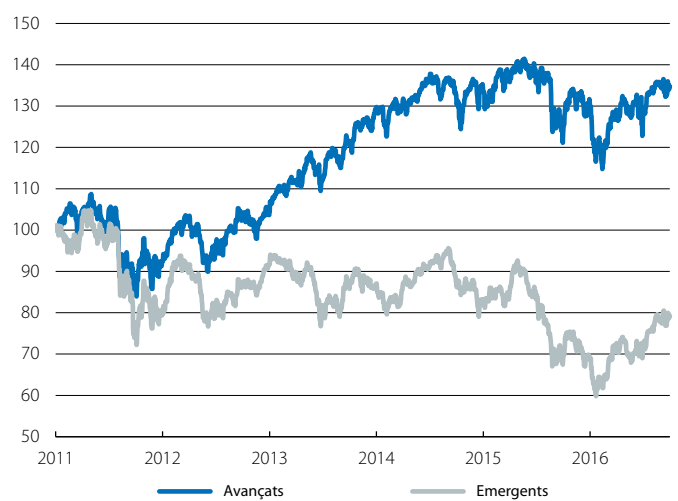
Volatilitat implícita de la borsa dels EUA



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

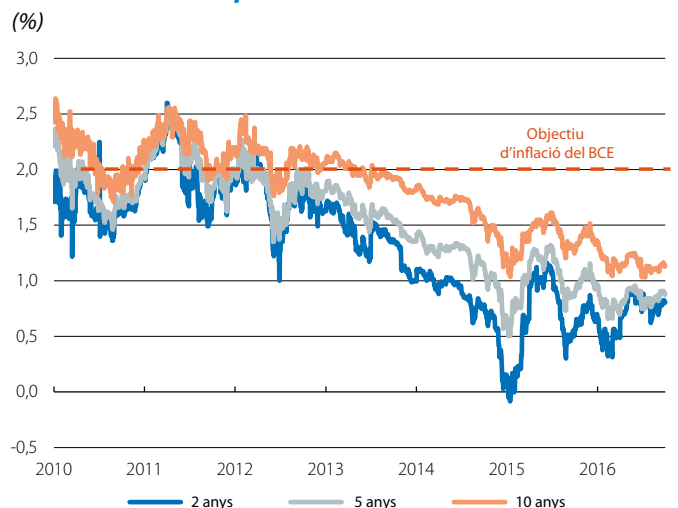
Borses internacionals per geografia

Índex (100 = gener 2011)



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

Zona de l'euro: expectatives d'inflació *



Nota: * Swaps d'inflació.

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

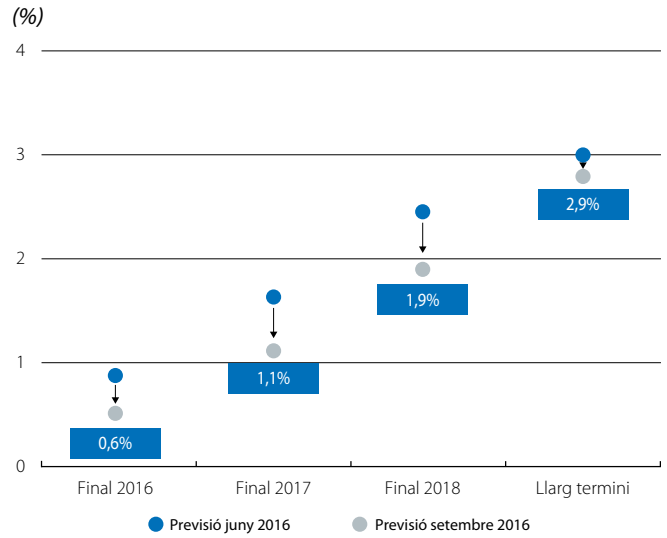
de març del 2017 o l'ampliació dels bons elegibles, van mostrar una decepció continguda, que es va materialitzar en caigudes lleugeres a les principals borses europees i en un repunt transitori de la rendibilitat dels bons sobirans.

Al continent asiàtic, el Banc del Japó (BoJ) va modificar els instruments de la seva política ultraexpansiva per no penalitzar el sector financer. En una reunió molt esperada, el BoJ va decidir mantenir el principal tipus d'interès sense canvis en el -0,1%, però va anunciar l'adopció d'una política de «control de la corba de tipus d'interès». En concret, aquest nou enfocament procura mantenir la taxa de rendibilitat del bo sobirà japonès a 10 anys en el 0%, un nivell que sembla baix, però que és superior a l'observat en els últims mesos. Amb la introducció d'aquest nou instrument, el banc central nipó vol posar un sòl a la taxa de rendibilitat dels bons a llarg termini. La justificació d'aquest canvi rau en l'intent de mitigar els efectes adversos d'un entorn de tipus molt baixos sobre la rendibilitat dels bancs i l'estabilitat del sistema financer. Malgrat aquestes noves mesures, la rendibilitat del bo sobirà japonès a 10 anys va baixar lleugerament (fins al -0,07%), la qual cosa il·lustra l'escepticisme dels mercats financers davant les accions del banc central nipó (vegeu el Focus «Banc del Japó: en els límits de la política monetària», d'aquest mateix Informe Mensual).

Finalment, i no per això menys important, la Fed va decidir mantenir el tipus oficial sense canvis, però va obrir clarament la porta a una pujada al desembre. El banc central va optar per esperar i per assegurar-se que la inflació s'encamina cap a l'objectiu del 2%, per bé que va comentar que les condicions per efectuar una pujada de tipus «s'han reforçat». Els missatges que ha donat a conèixer la Fed en l'última reunió reiteren la intenció de dur a terme una normalització extremadament gradual. En concret, l'autoritat monetària nord-americana ha assenyalat la intenció de suavitzar el ritme de normalització de la política monetària en revisar a la baixa les projeccions per al tipus oficial. Així, els membres del FOMC contempen ara dues pujades el 2017, mentre que les projeccions publicades al juny contemplaven tres pujades en aquest exercici.

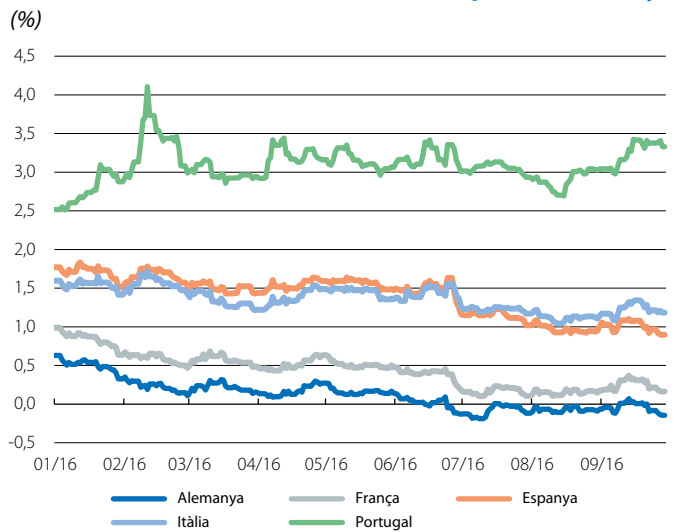
Al mercat europeu de renda fixa, l'entorn de rendibilitats molt baixes s'allarga mentre s'espera una major concreció del BCE. En les últimes setmanes, les rendibilitats del deute públic de la zona de l'euro han donat mostres d'estabilització després de l'episodi a la baixa *postbretxit*, tot i que romanen en nivells molt baixos. Els factors que donen suport a aquesta dinàmica, com la política ultraacomodatícia del BCE (continuitat del QE i *forward guidance*) o les expectatives d'inflació i de creixement molt modestes, continuen plenament operatius i no haurien d'experimentar canvis significatius a curt termini. No obstant això, els tipus a llarg termini són susceptibles de repuntar si el BCE decideix introduir ajustos en el QE per mitigar l'assetat de bons elegibles o si els inversors anticipen una menor disposició o capacitat del banc central per incrementar l'abast de les mesures expansives. A la perifèria, el deute continua emparat per la xarxa de seguretat del BCE, però mostra una major vulnerabilitat a canvis en les condicions de l'entorn exte-

EUA: nivell apropiat del tipus d'interès oficial segons els membres de la Fed



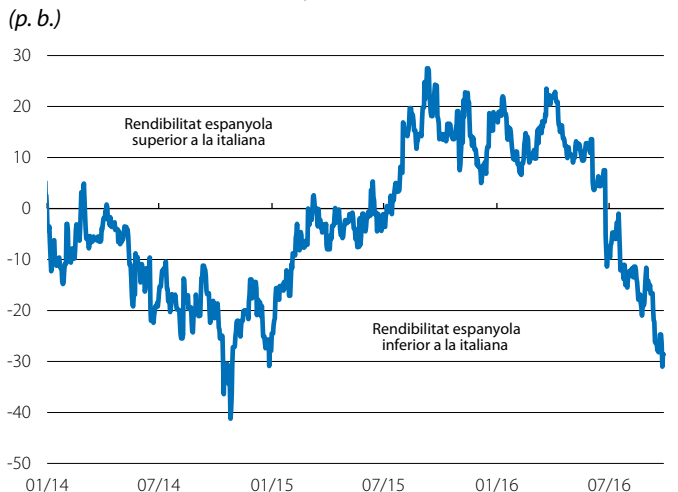
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Zona de l'euro: rendibilitat del deute públic a 10 anys



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

Espanya i Itàlia: diferencial de la rendibilitat del deute públic a 10 anys



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

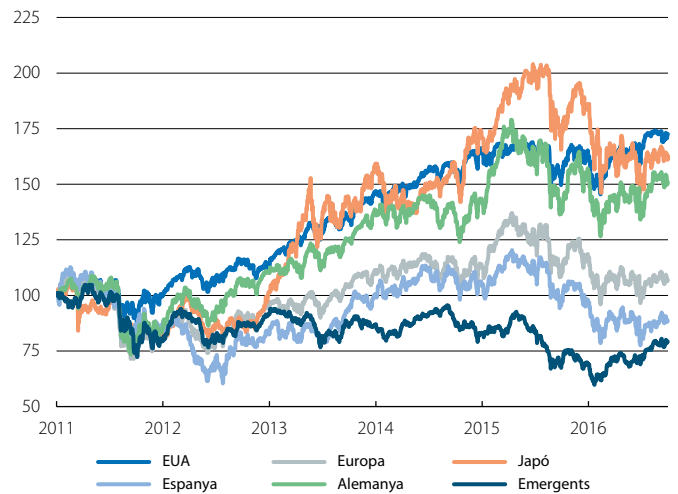
rior. Els focus d'incertesa interns de Portugal i d'Itàlia (incertesa política i dubtes sobre el sector bancari) han afavorit la millor evolució relativa del deute espanyol enfront de la resta de la perifèria. Finalment, a l'altre costat de l'Atlàntic, els tipus del deute sobirà nord-americà han mostrat una evolució poc definida i sense pols per iniciar avanços sostinguts.

Les borses emergents lluiten per mantenir un to constructiu, i el sector bancari continua penalitzant les borses europees. Les borses emergents van ser les més castigades pels dubtes que van tornar a sorgir abans de les reunions dels bancs centrals i, en particular, de la Fed. No obstant això, un cop conegudes les conclusions prudents de la reunió del banc central nord-americà, van reprendre la tendència alcista. Aquesta pauta optimista podria tenir continuïtat, si més no a curt termini, gràcies al suport de la «recerca de rendibilitat» en un context de valoracions elevades dels actius del bloc avançat i a la lleugera millora del panorama macroeconòmic emergent. Així i tot, i probablement a més llarg termini, els riscos que envolten l'entorn inversor emergent es mantenen esbiaixats a la baixa, sobretot si la Fed ha d'endurir la normalització per l'aparició de pressions inflacionistes, un escenari que, a dia d'avui, el mercat considera que és poc probable. Al bloc avançat, la borsa europea continua mostrant un to feble, a causa, una vegada més, del flux comportament del sector bancari. Però, aquest mes, la principal font de preocupació s'ha desplaçat des dels bancs de la perifèria cap a Alemanya, per les inquietuds que generen algunes entitats amb notable risc sistèmic. Més enllà dels casos particulars, les febleses més profundes del sector, la rendibilitat del qual està afectada pel llarg entorn de tipus molt baixos, continuaran condicionant les borses europees.

El preu del petroli es mou en un rang horitzontal i no aconsegueix superar de manera sostinguda la barrera dels 50 dòlars per barril. Malgrat l'inesperat principi d'acord entre els països de l'OPEP assolit al final de setembre a Algèria per limitar la producció, que va provocar un fort repunt del preu del cru, el barril de Brent es manté en l'interval dels 45-50 dòlars que s'observa des del final d'abril. No obstant això, els preus per damunt dels 50 dòlars s'haurien de materialitzar amb l'ajust de producció que es podria concretar, finalment, en la reunió oficial de l'OPEP del novembre. Així i tot, l'excés d'oferta trigarà a reduir-se, atès l'augment de la producció de petroli no convencional (*shale*), la qual cosa continuarà limitant el recorregut alcista dels preus. En qualsevol cas, el mercat del cru no s'hauria de lliurar ràpidament ni fàcilment de l'elevada volatilitat que hem observat en els últims mesos.

Principals borses internacionals

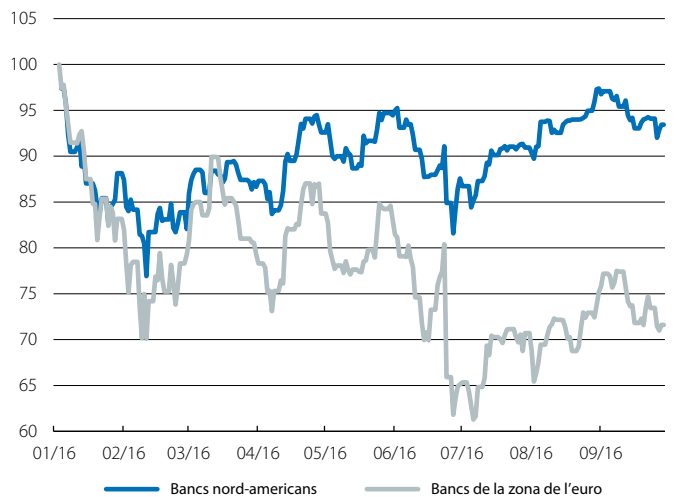
Índex (100 = gener 2011)



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

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

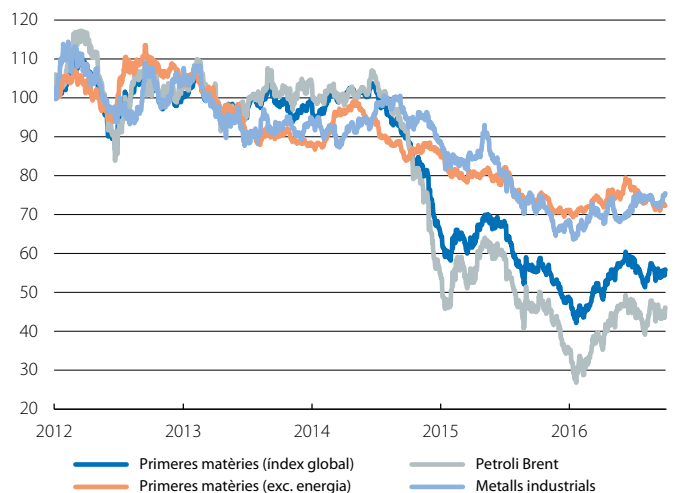
Índex (100 = gener 2016)



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

Primeres matèries

Índex (100 = gener 2012)



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