

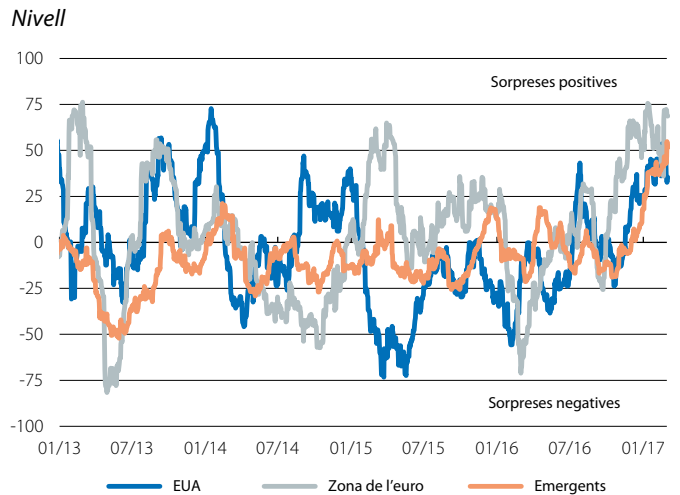
## CONJUNTURA · Placidesa en un entorn polític incert

**Els mercats internacionals van presentar una evolució favorable al febrer.** La dinàmica de *risk-on* i de volatilitat baixa observada des de les eleccions dels EUA va tenir continuïtat, tot i que amb algunes intermitències. Així, en general, els actius amb risc (borses i bons corporatius) van perllongar la seva particular senda alcista, els tipus lliures de risc van mostrar estabilitat i el dòlar i les primeres matèries, ferma. L'eix que alimenta aquesta pauta no ha variat en relació amb els tres últims mesos i descansa, en part, sobre les expectatives de reactivació del creixement i de la inflació als EUA propiciades per les polítiques de l'Administració Trump. Així i tot, altres factors també han contribuït recentment en aquest sentit, com el to positiu dels indicadors de conjuntura en regions clau i la bona campanya de beneficis empresarials als EUA. Ateses aquestes coordenades, el bon funcionament d'alguns actius ha estat portentós. És el cas, per exemple, de les borses nord-americanes, que han assolit nous màxims històrics, i de les borses i de les divises emergents.

**Paradoxalment, l'exuberància que mostren algunes classes d'actius pot constituir un focus d'inestabilitat.** En aquest sentit, la borsa nord-americana destaca de la resta. En particular, les condicions d'elevada sobrecompra i els indicadors tècnics del mercat borsari nord-americà aconsellen prudència. Si la fase actual de *momentum* borsari no remet de forma autònoma i ordenada, les probabilitats d'una correcció de certa envergadura s'incrementen. Els potencials desencadenants d'aquesta correcció són incerts, però convé no perdre de vista que l'anticipació de mesures de caire expansiu de l'Executiu nord-americà és el catalitzador principal del *rally* borsari. D'acord amb el que s'acaba de dir, sembla que el mercat descompta més els «pros» que els «contres» del programa econòmic de Trump. En conseqüència, si els inversors passen a qüestionar els primers i a donar més pes als segons, l'ajust de carteres pot ser bruscat i les turbulències, notables. La divergència observada entre els nivells percebuts d'incertesa política als EUA i la volatilitat implícita de la borsa il·lustra aquest últim punt (vegeu el Focus «Cautela, la borsa nord-americana s'endinsa en màxims històrics», d'aquest *Informe Mensual*).

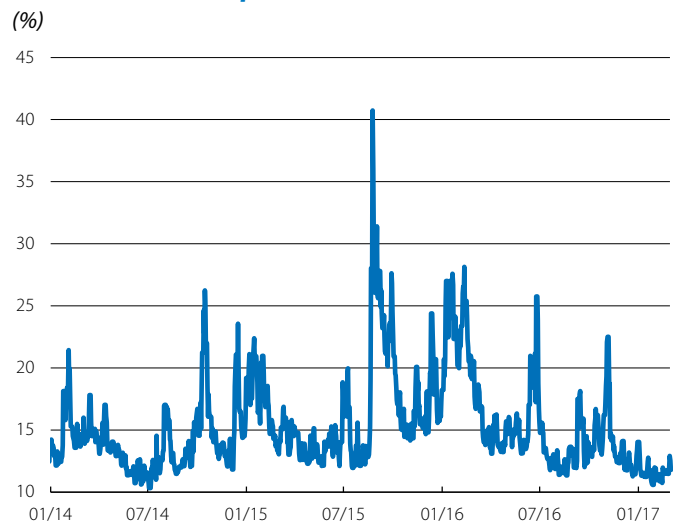
**El mercat de *treasuries* dona mostres d'indefinió.** A diferència del comportament de la renda variable, l'evolució del deute sobirà als EUA ha registrat moviments d'anada i tornada. La rendibilitat del bo a 10 anys ha fluctuat al voltant del 2,4% i la del bo a dos anys s'ha mantingut prop de l'1,2%. Probablement, l'absència de novetats en forma d'anuncis concrets en el flanc fiscal ha propiciat el pols tranquil del deute públic nord-americà. A curt termini, la indefinió dels tipus d'interès sobirans pot ser interrompuda per descensos d'abast modest. Sobretot si la concreció de l'estratègia impositiva i de despesa pública de la nova Administració nord-americana es demora. Un altre factor que pot intensificar el replegament de les *yields* és el posiciona-

### Índex de sorpreses econòmiques



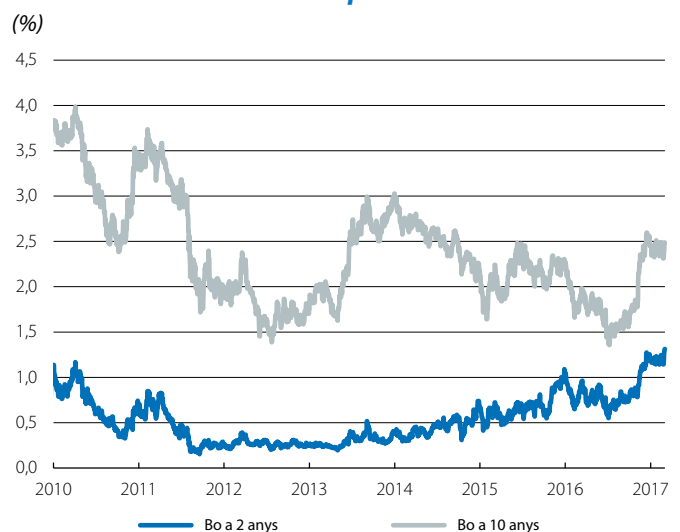
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

### EUA: volatilitat implícita de la borsa



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

### EUA: rendibilitat del deute públic



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

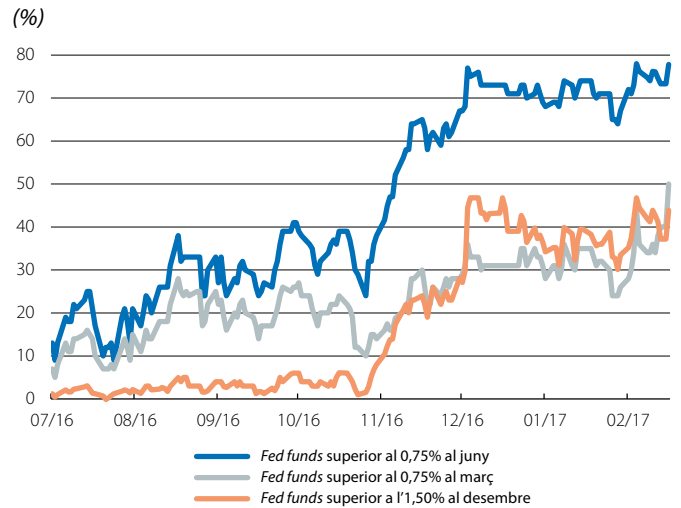
ment inversor sobre els bons sobirans a llarg termini. En concret, les posicions a la baixa (que contempen que les rendibilitats dels bons augmentin) sobre aquests actius per part d'inversors especulatiu han assolit cotes molt elevades. En qualsevol cas, l'escenari que projectem a mitjà termini per als tipus d'interès continua sent alcista. La fermesa de les dades d'activitat, el vigor del mercat laboral i la intensificació de les pressions inflacionistes avalen aquesta visió.

**La Reserva Federal (Fed) reitera la seva disposició a continuar avançant en la normalització dels tipus oficials.** Malgrat que l'autoritat monetària no es va reunir al febrer, els missatges recents dels membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) han destacat la conveniència de no ajornar les pujades de tipus. La presidenta de l'entitat, J. Yellen, va fer un ferm al·legat en aquest sentit. L'evolució recent i prevista del quadre macroeconòmic suggereix que la Fed no es desviarà dels seus plans d'efectuar tres pujades del tipus de referència (*fed funds*) enguany. A més a més, la placidesa regnant a l'entorn financer global i la millora de la confiança inversora són condicions propícies perquè la Fed implementi la seva estratègia. De fet, destacats membres del FOMC van posar l'accent en el tram final de febrer en efectuar la següent pujada de tipus «raonablement aviat». Això ha empès els agents del mercat de bons a avançar la data prevista del maig al març (amb una probabilitat superior al 50%). En paral·lel, la probabilitat que el mercat atorga al fet que el banc central dugui a terme tres o més pujades del tipus oficial el 2017 ha repuntat des del 30% al 45%.

**A la zona de l'euro, el BCE manté la política d'estímuls, però els inversors es comencen a preguntar per quant de temps.** Igual que va succeir amb la Fed, tampoc va haver-hi reunió del Consell de Govern (CG) del BCE al febrer, però les declaracions dels membres del CG han estat coherents amb els missatges que va comunicar Draghi al gener, tot i que amb matisos. És a dir, es constata la necessitat de mantenir el programa de compra d'actius dins el termini i en la forma escaient per consolidar la recuperació de la inflació subjacent, que encara presenta un to llangorós. No obstant això, les sorpreses a l'alça en els registres d'inflació i d'activitat han esperonat els posicionaments més crítics amb la prolongació de les mesures no convencionals. Ara com ara, les expectatives dels tipus monetaris no indiquen un excessiu nerviosisme inversor perquè s'avanci la finalització del QE. Però, previsiblement, el debat sobre aquesta qüestió adquirirà més entitat en els propers mesos.

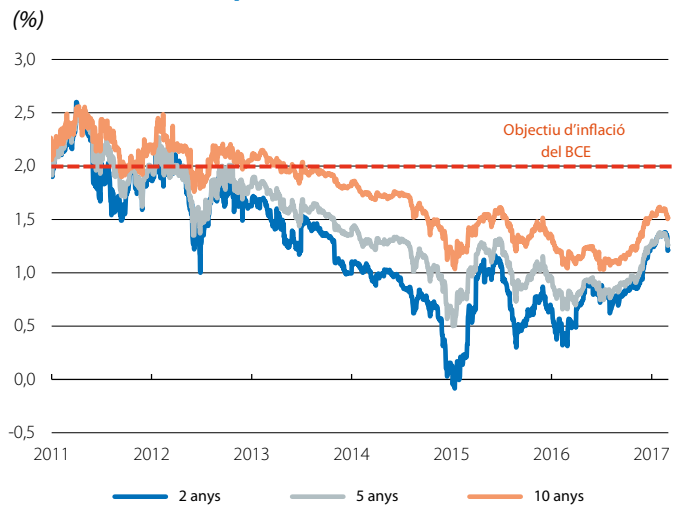
**La incertesa política marca el pas del deute sobirà europeu.** En pocs mesos, els riscos predominants a la zona de l'euro han passat de ser de naturalesa macroeconòmica (o financera) a política. En efecte, la incertesa política es manté en cotes molt elevades a causa dels múltiples fronts existents. Les eleccions als Països Baixos i a França i la complexa negociació que comporta el *brexit* són els focus destacats, tot i que no són els únics. En particular, els inversors s'han mostrat preocupats per una eventual sorpresa en les eleccions presidencials franceses. Això s'ha traduït en el replegament de les rendibilitats del *bund* ale-

**EUA: probabilitat de pujades del tipus oficial \***



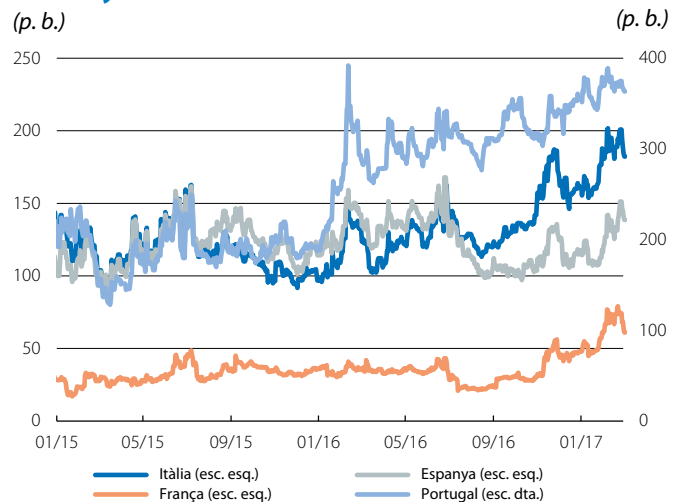
**Nota:** \* Probabilitats calculades a partir dels futurs del fed funds.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Zona de l'euro: expectatives d'inflació \***



**Nota:** \* Swaps d'inflació.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Zona de l'euro: primes de risc del deute públic a 10 anys**



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

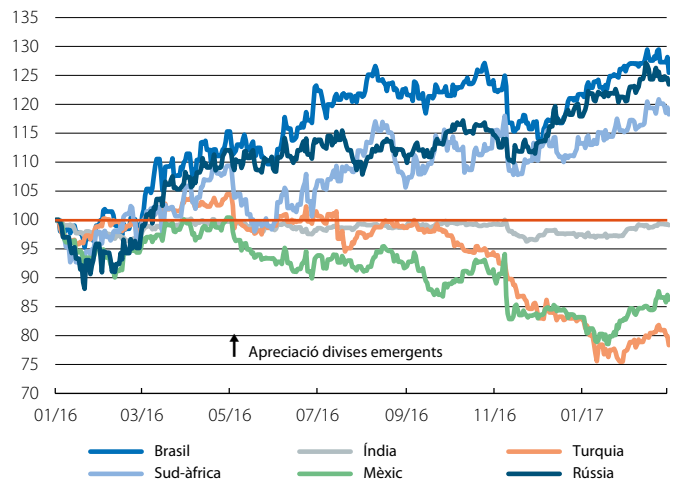
many, en la flexió a l'alça de les primes de risc perifèriques i en el repunt de la prima de risc del deute francès, que s'ha situat al voltant dels 75 p. b., cota que, tot i no ser motiu d'alarma, no s'assolia des de l'any 2012.

**La renda variable agafa impuls, però la disparitat geogràfica i sectorial persisteix.** Als factors centrals ja assenyalats del *momentum* borsari, cal afegir la recuperació dels beneficis corporatius i la redoblada apetència pel risc (*search for yield*). La dinàmica alcista ha estat particularment intensa als EUA, on els quatre grans índexs (S&P 500, Dow Jones, Nasdaq i Russell) han assolit nous màxims històrics. En relació amb els comptes empresarials, el creixement dels beneficis als EUA ha estat raonablement satisfactori (el 5% interanual) després de les ensopegades dels trimestres anteriors. Destaca l'avanç dels beneficis del sector tecnològic i financer (al voltant del 10% en els dos casos). La disparitat sectorial dels retorns borsaris també ha estat intensa, amb els sectors tecnològic, financer i de construcció al capdavant. D'altra banda, la renda variable de la zona de l'euro ha tornat a quedar rессagada en relació amb la dels EUA (el 2,1%, enfront del 5,5%, des de l'inici d'enguany), pauta habitual en els últims anys. No obstant això, els beneficis a la regió emeten senyals clars de recuperació i, tot i no disposar encara de les dades d'una mica menys de la meitat de les companyies, han crescut el 12% interanual en el 4T 2016. Aquest últim element, al costat de la millora de les perspectives econòmiques de la zona de l'euro, contrasta amb el pobre comportament relatiu de la majoria de borses europees. Això deixa entreveure els efectes de l'elevada incertesa política a Europa sobre l'apetència inversora cap a les borses del Vell Continent.

**Els actius de l'àrea emergent capegen amb nota el complex panorama polític del bloc avançat.** Com s'apuntava al començament d'aquest article, les borses i les divises emergents han mostrat guanys sòlids. El conglomerat borsari emergent ha registrat un avanç del 5% al febrer. Per la seva banda, l'índex J. P. Morgan de divises emergents s'ha apreciat el 2,5% durant el mes de febrer i ha recuperat ja la totalitat de la reculada posterior a les eleccions als EUA. El mercat de renda fixa no ha quedat al marge d'aquesta pauta i les primes de risc sobiranes i corporatives han baixat. Les bones dades d'activitat emergents, la progressiva reconducció dels desequilibris (interns i externs) i unes mètriques de valoració atractives (en agregat) són els factors que sostenen aquesta tendència constructiva. La consolidació del preu del petroli per damunt dels 55 dòlars per barril també ha contribuït a millorar la percepció del risc emergent. Així i tot, els riscos continuen sent elevats. En aquest sentit, destaquen les conseqüències que pot tenir sobre l'evolució de l'apetència inversora l'augment dels tipus d'interès per part de la Fed, en especial si acaba sent més ràpid del que descompta el mercat. El contrapunt a la bonança de l'àrea emergent el continuen encarnant Mèxic i Turquia, baules de feblesa per causes idiosincràtiques.

**Divises emergents enfront del dòlar**

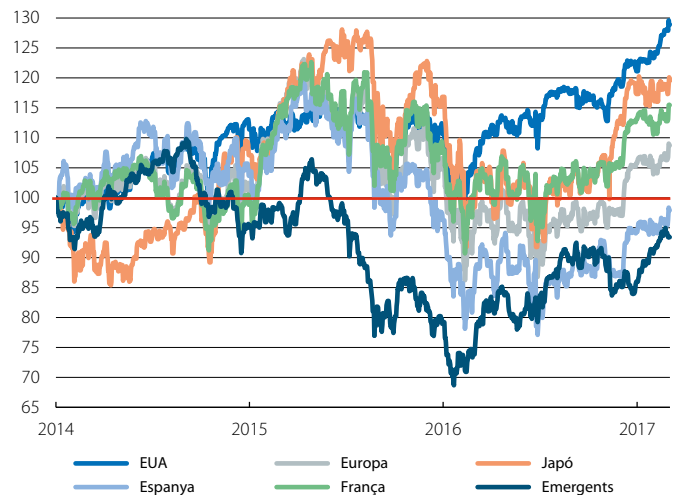
Índex (100 = gener 2016)



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

**Principals borses internacionals**

Índex (100 = gener 2014)

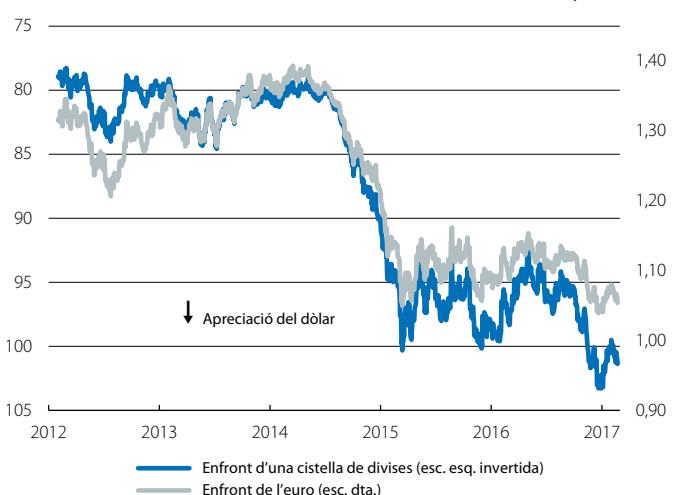


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Tipus de canvi del dòlar**

Índex

(Dòlars per euro)



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