

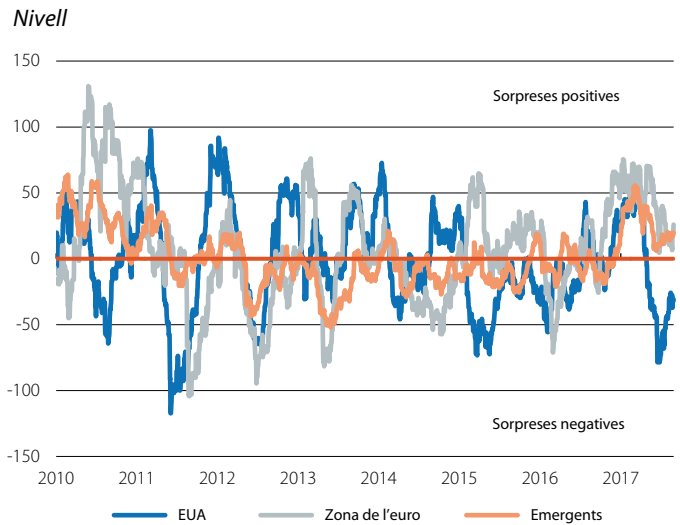
## CONJUNTURA · Un estiu plàcid als mercats financers

La política monetària torna a escena després d'un període vacacional tranquil. Al juliol i a l'agost, els mercats financers globals van mantenir un to constructiu, en un context de major fermesa de l'escenari macroeconòmic mundial i de baixos nivells de volatilitat financera. A les economies avançades, els inversors compten amb unes millors perspectives econòmiques, gràcies a la major fortalesa de la zona de l'euro i a un avanç de l'activitat als EUA que es manté sòlid. Així, els missatges procedents de la Reserva Federal dels EUA (Fed) i del Banc Central Europeu (BCE) al llarg del juliol i de l'agost van apuntar a reajustaments en la política monetària per als propers mesos. En el cas de la Fed, això passa per l'inici de la reducció del balanç, amb una estratègia que va ser rebuda sense sobresalts pels inversors i que es podria posar en marxa després de la reunió d'aquest setembre. Per la seva banda, a la zona de l'euro, els inversors esperen que la millora de l'escenari econòmic es reflecteixi en un BCE menys acomodaticí, amb una reducció gradual del programa de compra d'actius (QE) al llarg del 2018. Finalment, la reorientació de la política monetària de la Fed i del BCE es produeix en un context en què els inversors també han revisat a l'alça les perspectives macroeconòmiques de les economies emergents.

**L'escenari no està lliure de riscos, malgrat la baixa volatilitat.** Els indicadors de volatilitat, com el VIX (volatilitat en renda variable) i el MOVE (volatilitat en renda fixa), es van mantenir en nivells molt baixos al llarg de l'estiu, amb l'excepció d'un breu repunt arran de l'escalada de tensió geopolítica entre els EUA i Corea del Nord. Aquest episodi, que, a l'agost, es va saldar sense conseqüències greus, serveix de recordatori que la incertesa política es manté com un factor de risc latent. Addicionalment, en els propers mesos, serà clau que s'esvaeixin els dubtes sorgits arran d'alguns indicadors macroeconòmics als EUA per sota del que s'esperava. Això és especialment important per convèncer els inversors que la Fed mantindrà la normalització gradual de les condicions financeres, ja que, actualment, les cotitzacions reflecteixen certs dubtes sobre aquest tema. En la mateixa línia, els elevats nivells assolits per la renda variable nord-americana també són una font de preocupació. Finalment, cal no oblidar que la capacitat de l'OPEP per reduir l'excés d'oferta de petroli i les condicions financeres de la Xina es mantenen com a fonts de risc.

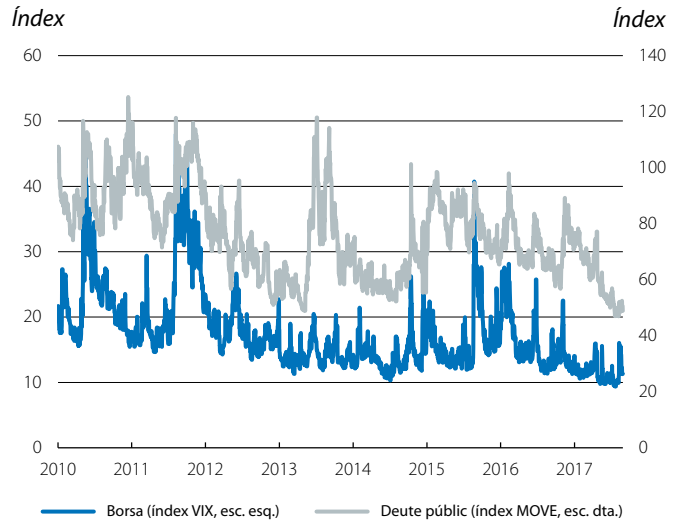
**Pausa a les borses de les principals economies avançades.** En el context dels importants guanys que acumulen els principals mercats d'accions des de l'inici d'enguany (S&P 500, +10,4%; Nikkei, +2,8%; FTSE 100, +4,0%; DAX, +5,0%; CAC, +4,6%, i Ibex 35, +10,1%), a l'estiu, l'evolució de les borses va estar marcada per una relativa tranquil·litat. Després del menor dinamisme del juny, al juliol, els principals índexs van tenir un to més constructiu, i, a l'agost, es van imposar els baixos volums de negociació. No obstant això, en la setmana del 7 al 13 d'agost,

### Índex de sorpreses econòmiques



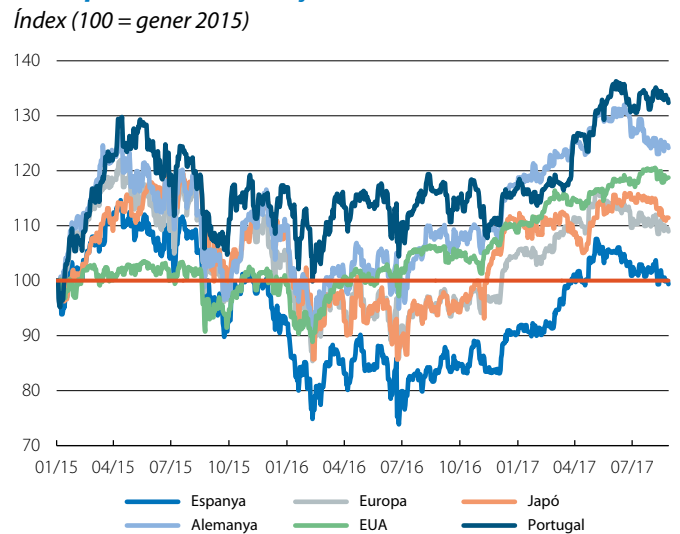
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

### Volatilitat implícita als mercats financers



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

### Principals borses avançades



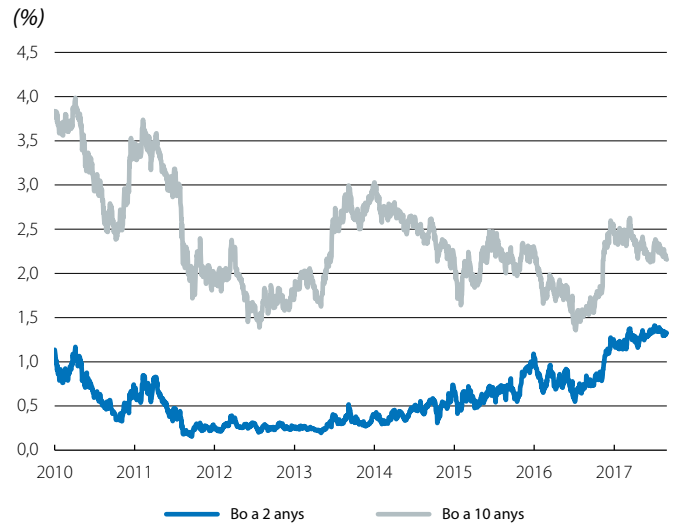
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

l'escalada de la tensió geopolítica entre els EUA i Corea del Nord es va saldar amb un repunt de la volatilitat i amb reculades a les borses. Per regions, la borsa nord-americana continua marcant màxims, mentre que les borses de la zona de l'euro mostren un to més moderat, i, a Alemanya, en concret, es va mantenir la tendència a la baixa dels últims mesos.

**La Fed, llesta per normalitzar el balanç.** Els missatges procedents de la Fed al llarg de l'estiu van reiterar la confiança en les perspectives de l'economia nord-americana i la intenció de mantenir la normalització de la política monetària. En la reunió del juliol, el Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) va mantenir el tipus d'interès oficial en l'interval 1,00%-1,25%, tal com s'esperava després d'haver-lo augmentat ja en dues ocasions en la primera meitat de l'any, i va apuntar la intenció de començar a reduir la dimensió del balanç de la Fed «relativament aviat». El consens d'analistes, d'acord amb l'escenari de CaixaBank Research, espera que l'anunci es faci oficial en la propera reunió del setembre. A més a més, les actes de la reunió, així com les declaracions dels membres del FOMC al llarg del juliol i de l'agost, mostren que, malgrat algunes dades per sota del que s'esperava, el FOMC manté un escenari de creixement sòlid de l'activitat i un augment escalonat de la inflació cap a l'objectiu del 2%, per la qual cosa els seus membres van reiterar la conveniència de mantenir els augments graduals del tipus de referència en els propers trimestres. No obstant això, al costat d'aquests missatges de la Fed, contrasta la continuïtat, durant els mesos de juliol i d'agost, de la dinàmica a la baixa dels tipus d'interès del deute sobirà nord-americà, més intensa en els venciments a més llarg termini.

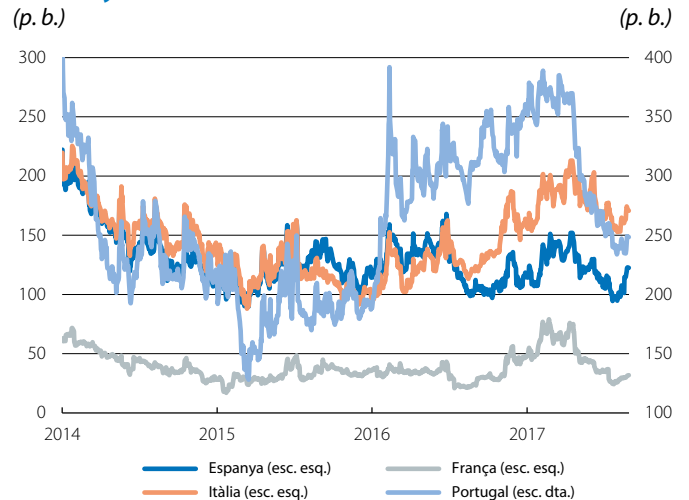
**El BCE prepara un redisseny de la política monetària amb més confiança en les perspectives de la zona de l'euro.** Com s'esperava, en la reunió del juliol, el BCE no va realitzar canvis en els paràmetres de la política monetària i va remarcar que la implementació del QE prosseguirà fins al final d'enguany segons les previsions (compres netes per valor de 60.000 milions d'euros mensuals). No obstant això, tant en aquesta reunió com al llarg de l'estiu, el BCE ha reforçat el missatge d'unes perspectives més fermes per a l'activitat de la zona de l'euro. A més a més, després de millorar els riscos al voltant de l'escenari de creixement, els últims missatges del BCE indiquen, també, una major confiança en la recuperació a mitjà termini de la inflació, basada en l'avanç de l'activitat i en la desaparició de llastos temporals. Per aquest motiu, en la roda de premsa posterior a la reunió del juliol, Draghi va indicar que aquesta tardor el BCE discutirà el disseny de la política monetària dels propers trimestres i va emfatitzar la intenció que es basi en una estratègia de persistència, paciència i prudència. Amb això, apunta a una retirada gradual de l'estímul que no comprometi la millora de les perspectives econòmiques de la zona de l'euro. Atesos aquests anuncis, els mercats de deute sobirà de la zona de l'euro van mantenir un bon to al llarg de l'estiu i les primes de risc sobiranes es van mostrar contingudes.

**EUA: rendibilitat del deute públic**



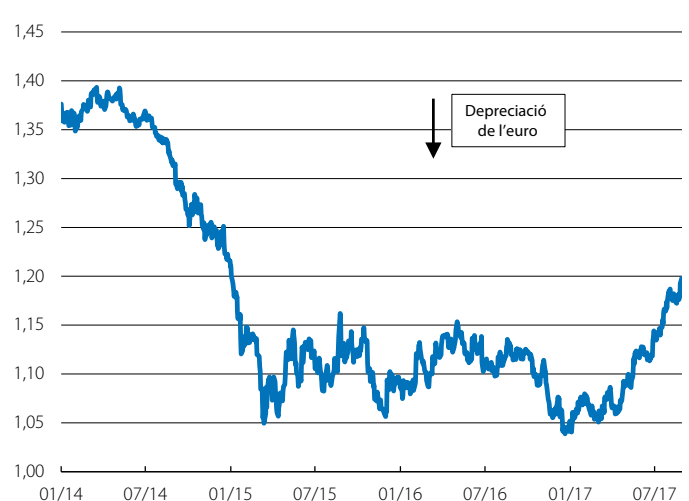
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



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

**Cotització de l'euro enfront del dòlar (Dòlar-euro)**



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

**L'euro s'aprecia arran de la major fortalesa econòmica de la zona de l'euro.** Al llarg de l'estiu, l'euro va intensificar la tendència a l'apreciació mostrada en els últims mesos, amb el suport de les revisions a l'alça de l'escenari macroeconòmic de la zona de l'euro. Al llarg del juliol i de l'agost, l'euro no solament va assolir màxims dels dos últims anys en el canvi amb el dòlar (va arribar a superar de forma puntual els 1,20 dòlars), sinó que, en relació amb una cistella de 19 divises corresponents als principals socis comercials de la zona de l'euro, va assolir nivells màxims des de l'estiu del 2014.

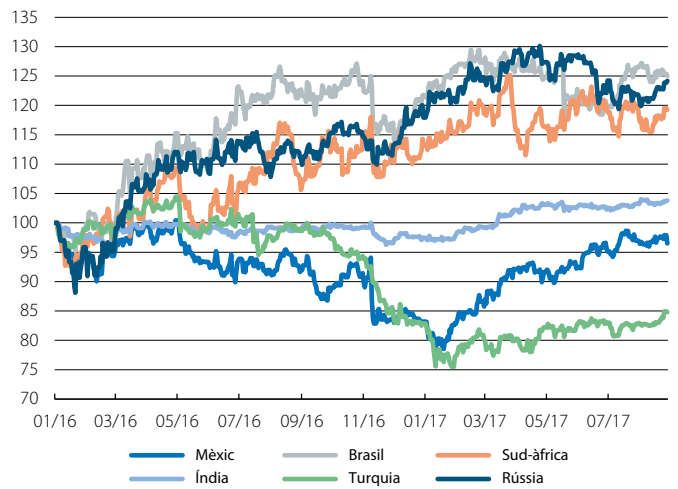
**Fortalesa de les divises emergents.** Entre el juliol i l'agost, les divises emergents van mostrar una lleugera tendència a apreciar-se. La millora del creixement econòmic al bloc emergent; la publicació, en els últims mesos, d'alguns indicadors per sota del que s'esperava als EUA, i la persistència de la incertesa que genera l'agenda de la nova Administració dels EUA contribueixen a la feblesa del dòlar i a la fortalesa de les divises de les principals economies emergents en el canvi amb el dòlar. De fet, llevat de la lira turca, totes elles ja han corregit plenament la depreciació patida al final del 2016 arran de la victòria de Trump en les eleccions presidencials nord-americanes. Al llarg de l'estiu, va destacar, en especial, el bon to del real brasiler, amb una apreciació del 4,4% enfront del dòlar entre el juliol i l'agost, que va rebre el suport d'un creixement positiu del PIB brasiler en el 2T 2017 per segon trimestre consecutiu, de manera que el Brasil va abandonar la situació de recessió tècnica.

**Les borses emergents avancen a un ritme robust.** L'índex global MSCI de la borsa emergent va guanyar el 7,6% en el conjunt del juliol i l'agost. Els avanços van estar liderats per l'Amèrica Llatina i, en concret, pel Brasil (Ibovespa +12,6%), on la borsa partia de nivells baixos arran de la recessió en què es trobava immersa l'economia. També van ser destacables els avanços de la borsa russa (+9,5%), una altra economia que ha abandonat la recessió en els últims mesos i que, a més a més, a l'estiu, es va veure afavorida per la recuperació del preu del petroli.

**El preu del petroli repunta i s'estabilitza per damunt dels 50 dòlars per barril.** El petroli va començar l'estiu per sota dels 50 dòlars, sense un rumb clar i mostrant una certa feblesa pels dubtes sobre la capacitat de l'OPEP de limitar-ne la producció. No obstant això, després de l'última reunió de l'OPEP al final de juliol, el barril de Brent va rebotar i es va situar al voltant dels 52 dòlars, nivell en què es va mantenir relativament estable al llarg de l'agost. La reunió de l'OPEP es va saldar sense novetats en relació amb Líbia i Nigèria, països membres del càrtel que, malgrat l'augment considerable de la producció en els últims mesos, continuaran al marge de les retallades acordades. No obstant això, l'Aràbia Saudita va anunciar la intenció de retallar de forma considerable les exportacions. Aquest anunci, juntament amb la reducció dels inventaris de cru als EUA, va donar suport a la recuperació del petroli a l'agost per damunt dels 50 dòlars.

**Divises emergents enfront del dòlar**

Índex (100 = gener 2016)



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

**Borses emergents per geografia**

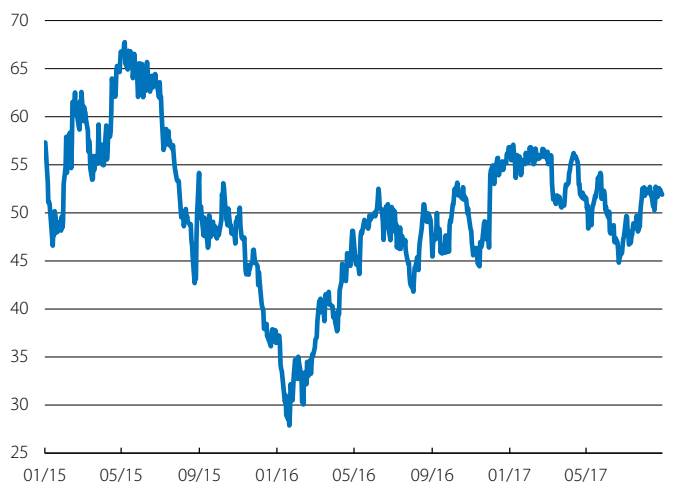
Índex (100 = gener 2014)



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

**Preu del petroli Brent**

(Dòlars per barril)



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