

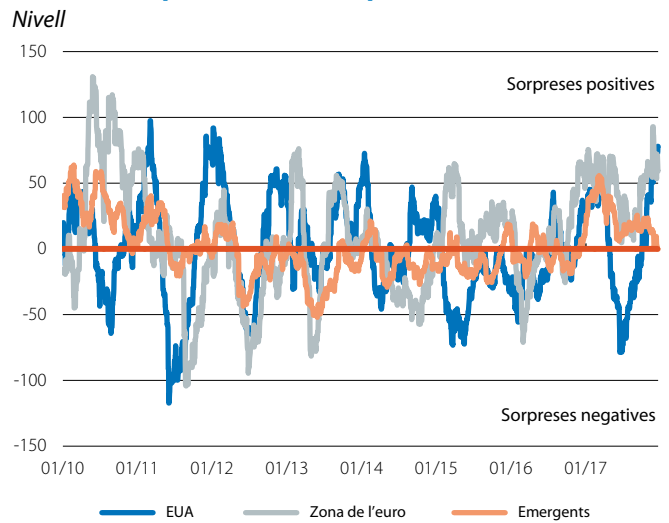
CONJUNTURA · Els mercats financers internacionals tanquen l'any amb temperància

Els mercats acaben un bon any amb sobrietat. En un escenari macroeconòmic positiu, que ha complert l'acceleració del creixement global pronosticada al final del 2016, els mercats financers internacionals van exhibir un to constructiu. En conjunt, l'any es va caracteritzar per avanços importants en les cotitzacions borsàries, per augments moderats dels tipus d'interès, per una depreciació generalitzada del dòlar enfront de les principals divises internacionals i per un increment gradual del preu del petroli. Un reflex clar d'aquest panorama macrofinancer positiu el trobem en l'estratègia de tipus de la Fed. Després d'un 2016 dubitatiu, en què la Fed va pujar tipus en una única ocasió, el 2017, la institució va mostrar més confiança en l'escenari macrofinancer, va completar tres pujades de tipus (l'última, al desembre passat) i va reiterar l'expectativa de tres nous increments de cara al 2018. Així, mentre que, a l'inici de l'any, els mercats mostraven un cert escepticisme sobre l'estratègia anunciada per la Fed, en els últims mesos, els inversors han anat ajustant a l'alça les seves expectatives de tipus d'interès. Amb tot plegat, al desembre, els mercats financers van acabar l'any amb augments dels tipus d'interès sobirans dels EUA i d'Alemanya i amb guanys moderats a les borses avançades, mentre que, a les economies emergents, les borses van registrar guanys malgrat mostrar una certa volatilitat i les divises van mantenir una lleugera apreciació enfront del dòlar.

La maduresa del cicle econòmic i la geopolítica marcaran les cotitzacions el 2018. Paral·lelament a la major fermesa macroeconòmica, els mercats van operar, el 2017, en un entorn de volatilitat financera molt baixa, tant en renda fixa com variable. Així, després de deixar enrere l'episodi d'aversion al risc al voltant de les eleccions presidencials franceses (primera meitat de l'any), el clima de baixa volatilitat només es va veure pertorbat per repunts puntuals de la incertesa política, en especial arran de les tensions diplomàtiques entre els EUA i Corea del Nord. Malgrat que aquests repunts van ser breus i continguts, la proliferació de riscos de caràcter geopolític i comercial (intensificació de la guerra freda al Pròxim Orient, tensions amb Corea del Nord i renegociacions del NAFTA) continuarà sent una font de possible inestabilitat financera. A més a més, a aquest factor caldrà sumar-li el fet que, a mesura que l'economia dels EUA s'endinsi en una fase més madura del cicle, els inversors es poden tornar més sensibles a l'aparició d'indicadors econòmics menys pròspers o a sorpreses a l'alça de la inflació, en especial si tenim en compte l'existència de dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana.

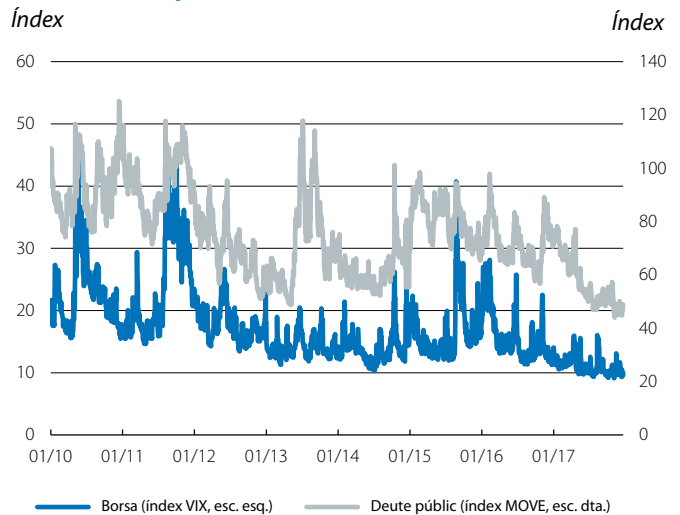
Les borses desenvolupades moderen els guanys. Al desembre, els actius de renda variable de les principals economies avançades van registrar lleugers augments, liderades per la borsa nord-americana i per l'optimisme inversor sobre la reforma impositiva aprovada recentment pel Congrés dels EUA (que inclou una

Índex de sorpreses econòmiques



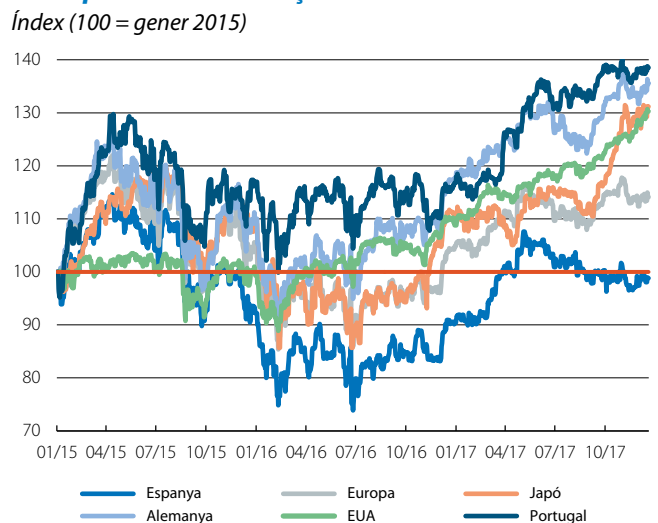
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

Volatilitat implícita als mercats financers



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

Principals borses avançades



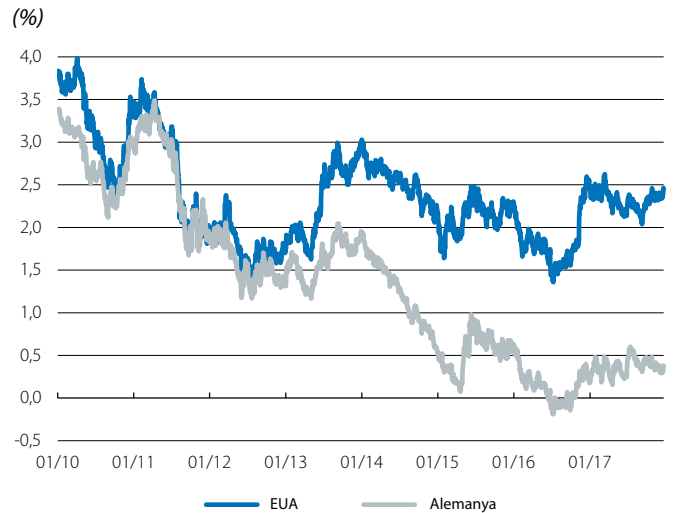
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

reducció de l'impost de societats). Per la seva banda, les pèrdues van acabar imposant-se als principals parquets de la zona de l'euro, amb més moderació a Alemanya i a Portugal i amb una mica més d'intensitat a les economies de la perifèria. D'aquesta manera, la renda variable avançada tanca un any molt positiu. Als EUA, l'índex S&P 500 va registrar una revaloració propera al 20% en el conjunt de l'any i va batre màxims històrics mes a mes (tot i que, paral·lelament, van començar a sorgir dubtes sobre la seva sostenibilitat), mentre que, a Europa, l'Eurostoxx 50 va completar l'any amb una revaloració propera al 6,5%.

La Fed tanca el 2017 amb la tercera pujada de tipus de l'any. Com s'esperava, en la reunió de desembre, el Comitè Federal del Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) va augmentar el tipus d'interès objectiu en 25 p. b. fins a l'interval 1,25%-1,50%. Contrastant amb el clima dubitatiu del 2016, quan només s'havia dut a terme una de les tres pujades previstes, la Fed va incrementar, durant el 2017, el tipus de referència en tres ocasions (al març, al juny i al desembre) i va complir, així, els pronòstics fixats al desembre del 2016. A més a més, l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic de la Fed va reflectir la perspectiva que l'economia nord-americana continuarà creixent per damunt del seu potencial en els propers anys, en unes previsions que, segons va indicar la presidenta Janet Yellen, incorporen l'impacte de la reforma impositiva de l'Administració Trump. Per aquest motiu, els membres del FOMC van reafirmar la voluntat de mantenir l'enduriment gradual de la política monetària i van reiterar una projecció de tres pujades de tipus el 2018 i dues més el 2019, una expectativa coherent amb l'escenari de CaixaBank Research. Després d'aquests anuncis, els mercats van reaccionar sense moviments importants, tot i que cal destacar que, des del setembre, el nombre de pujades de tipus esperat pel mercat de cara al 2018 s'ha mogut de forma gradual a l'alça i ha passat d'una a dues.

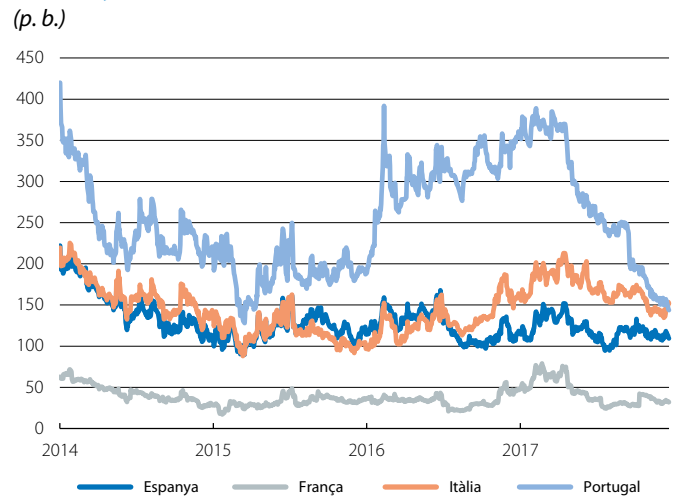
El BCE encara el 2018 amb perspectives més fermes per a la zona de l'euro. Després dels importants anuncis de l'octubre (prolongació del programa de compra d'actius (QE) entre el gener i el setembre del 2018 a un ritme de 30.000 milions mensuals), al desembre, la reunió del Consell de Govern (CG) del BCE es va tancar sense canvis en els paràmetres de política monetària. Així, el CG es va concentrar en l'actualització del quadre macroeconòmic del 2018-2020, i, com ja havia fet en diferents ocasions al llarg de l'any, el BCE va revisar a l'alça les perspectives de creixement de la zona de l'euro. De la mateixa manera que, en la primera meitat del 2017, aquestes revisions a l'alça van contribuir a reorientar les expectatives dels inversors cap a la reducció del QE anunciada a l'octubre, el major optimisme que destil·la el nou quadre macroeconòmic reforça l'expectativa que, en la segona meitat del 2018, s'anuncii el final de les compres netes d'actius. No obstant això, l'actualització de l'escenari econòmic també reflecteix una recuperació molt gradual de la inflació, i, en aquest sentit, el CG va recordar que el BCE mantindrà la seva presència als mercats durant un llarg període de temps gràcies a la reinversió dels venciments. Les cotitzacions van rebre els anuncis del BCE sense moviments remarcables i les primes de risc sobiranes de la zona de l'euro es van mantenir

Rendibilitat del deute públic a 10 anys



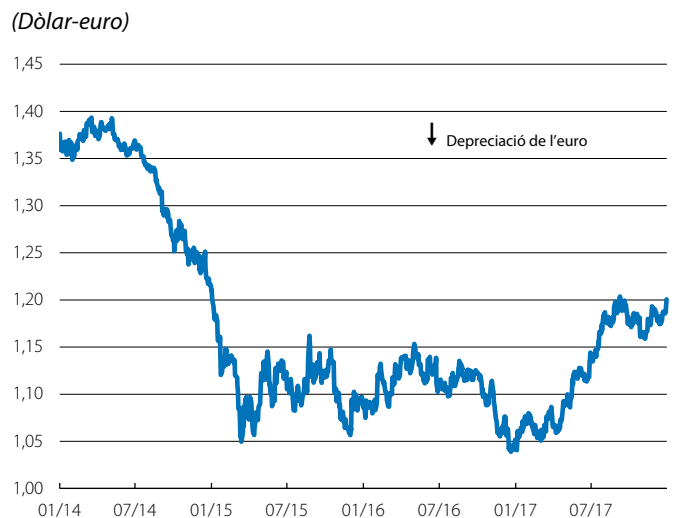
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



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

relativament estables. L'excepció destacada va ser Portugal, on la prima de risc va caure per sota de la italiana (per primera vegada des del gener del 2010) després que Fitch augmentés el rating sobirà de BB+ a BBB.

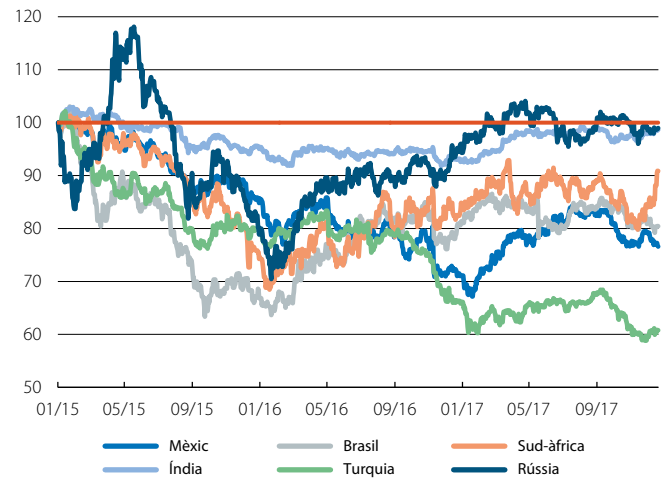
El dòlar frena la depreciació enfront de l'euro. Després de la depreciació patida al novembre (del 2,2%, que va comportar passar d'1,16 a 1,19 dòlars per euro), el tipus de canvi euro-dòlar es va estabilitzar al desembre al voltant dels 1,18 dòlars per euro, amb el suport de l'optimisme inversor propiciat per la reforma impositiva de l'Administració Trump i pel compromís de la Fed amb un enduriment gradual de la política monetària, tot i que, en l'última setmana del mes, es va depreciar de nou fins als 1,20 dòlars per euro. En el conjunt de l'any, el dòlar va acumular una depreciació superior al 12% en el canvi amb l'euro. En la mateixa línia, la major part de les divises del bloc emergent van mantenir la tònica d'apreciació en relació amb el dòlar. Al desembre, el cas més remarcable d'aquest enfortiment es va produir a Sud-àfrica, on el rand es va apreciar més del 10% enfront del dòlar en resposta a l'elecció de Cyril Ramaphosa com a nou líder del Congrés Nacional Africà (el candidat que prometia una major lluita contra la corrupció). A l'altre extrem, el peso mexicà va patir un nou episodi de depreciació (el -5,2% enfront del dòlar) a conseqüència de la incertesa sobre la renegociació del NAFTA.

Les borses emergents avancen amb més moderació. Després d'un novembre d'inestabilitat, els mercats de renda variable de les economies emergents van encarar l'últim mes de l'any amb guanys més moderats. En concret, l'índex MSCI de les economies emergents va créixer lleugerament per damunt del 3%, amb una mica més d'embranchada a l'Amèrica Llatina que a les economies asiàtiques emergents (on va destacar l'estabilització de la borsa xinesa, que havia caigut el -2,2% al novembre). No obstant això, en el conjunt de l'any, els avanços van ser molt considerables i clarament superiors als del 2016. En particular, l'índex MSCI emergent es va revalorar més del 30% (el +8,6% el 2016), liderat per les borses emergents d'Àsia (amb un índex MSCI regional del +40,1% el 2017, enfront del 3,8% del 2016) i, en especial, pel funcionament més positiu de la borsa xinesa (el +6,6% el 2017, enfront del -12,3% del 2016).

El preu del petroli s'estabilitza. En les tres primeres setmanes de desembre, la cotització del barril de qualitat Brent va frenar la senda alcista que havia seguit al llarg de l'octubre i del novembre i va fluctuar al voltant dels 63 dòlars, tot i que, en l'última setmana del mes, va tornar a repuntar fins a superar els 66 dòlars. Aquestes dinàmiques es van produir després que, el 30 de novembre, l'OPEP anunciés la prolongació de l'acord de retallada de la producció de cru fins al final del 2018. L'acord, anunciat inicialment al novembre del 2016, va donar suport a la recuperació del preu del petroli fins a estabilitzar-lo, en la primera meitat del 2017, al voltant dels 50-55 dòlars per barril i, gràcies al fort compromís mostrat amb les retallades de producció al llarg de l'any, es va guanyar la credibilitat dels inversors. D'aquesta manera, de cara al 2018, la seva renovació dona suport a l'estabilitat del preu del petroli en les cotes actuals, però cal recordar que els possibles repunts de la producció de shale als EUA limiten el recorregut a l'alça del preu del cru.

Divises emergents enfront del dòlar

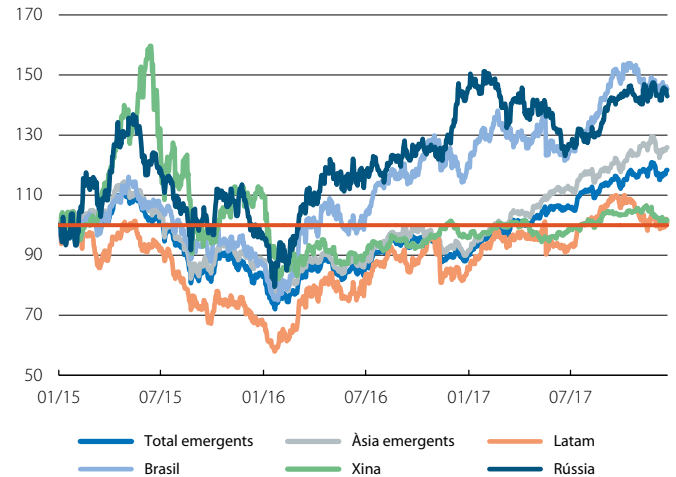
Índex (100 = gener 2015)



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

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2015)



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.