



Artícle Genèric

[Mercats financers](#)
[Anàlisi de conjuntura](#)

El BCE centra l'atenció en les condicions monetàries de la zona de l'euro

Contingut disponible en
Anglès Espanyol

El mes de setembre ha estat testimoni de desenllaços satisfactoris en diversos fronts clau per als mercats, la qual cosa ha permès un bon comportament general. Rere aquesta pauta constructiva, hi ha la decisió per part de la Reserva Federal (Fed) d'ajornar l'inici de l'estratègia de sortida, la tranquil·litzadora evolució dels esdeveniments a Síria i el resultat continuista de les eleccions alemanyes. A més a més, les sorpreses positives d'activitat arribades des del bloc emergent, principalment de la Xina i del Brasil, han contribuït a reforçar l'optimisme entre els inversors.

Contra tot pronòstic, la Fed ajorna el començament de la retirada dels estímuls monetaris. El deteriorament observat en les condicions de finançament de

l'economia nord-americana (en particular, el repunt dels tipus hipotecaris) és la causa principal que explica aquesta decisió inesperada, adoptada en la reunió del 18 de setembre (vegeu el Focus «La Fed ajorna l'inici de la seva estratègia de sortida»). La reacció als mercats de deute ha estat brusca, i han tingut lloc forts descensos en les taxes internes de rendibilitat (yields) dels treasuries i, per extensió, del conjunt de la renda fixa internacional. Així, les yields dels bons públics a deu anys dels EUA i d'Alemanya han abandonat la zona de màxims de dos anys assolits al començament del mes i han tancat en el 2,6% i en l'1,8%, respectivament.

Els arguments esgrimits per la Fed són coherents amb els missatges anteriors, que apuntaven a una normalització molt lenta de la política monetària amb la finalitat de no afectar la recuperació econòmica. Així, doncs, el més probable és que el començament de la reducció d'estímul s'anuncii en la reunió que celebrarà al desembre. No obstant això, la incertesa sobre aquesta qüestió és notable, atès que, als factors habituals relacionats amb l'evolució de la conjuntura econòmica i financera, se n'hi afegeixen dos d'excepcionals: el relleu de Ben Bernanke al capdavant de la Fed i la disputa pressupostària entre republicans i demòcrates. Això fa pensar que els mercats continuaran sota la influència de possibles episodis de volatilitat, tot i que, previsiblement, amb menys recorregut i intensitat que els observats en els últims mesos.

Les turbulències financeres al bloc emergent remetent gràcies a la normalització progressiva dels fluxos de capital. Després de la recrudescència de les tensions a l'agost, particularment intensa al mercat de divises (vegeu Focus «Divises emergents: càstig excessiu?»), al setembre, les monedes dels països més colpejats han corregit una part de les pèrdues enfront del dòlar. Les borses emergents han registrat avanços importants, mentre que els spreads que mesuren el risc d'impagament, tant sobirà com corporatiu, han mostrat una tendència a la baixa. La decisió de la Fed hi ha contribuït. També han estat importants els satisfactoris registres macroeconòmics publicats per la Xina, que han ajudat a millorar la percepció del risc de les economies emergents entre els inversors internacionals. Més enllà de factors exògens, la política monetària a bona part dels emergents (per exemple, l'Índia, Indonèsia o el Brasil) manté un biaix cap a la restricció, amb la finalitat de

frenar la sortida de capitals.

No obstant això, la inestabilitat no es pot donar per finalitzada als països amb fonaments econòmics poc sòlids. L'anomenat grup dels «cinc fràgils» (el Brasil, l'Índia, Indonèsia, Sud-àfrica i Turquia) continua sent vulnerable a les condicions globals de liquiditat (condicionades, en gran part, pels tempos que adopti la Fed) i a la volatilitat dels fluxos internacionals de capital (el comportament dels quals està molt relacionat amb el sentiment inversor i amb l'apetència global pel risc). Això pot provocar volatilitat a curt termini, per bé que la tendència s'ha d'encaminar cap a una lenta però sostinguda via cap a la normalització de l'entorn financer a les regions emergents, al compàs de la millora del pols econòmic (que comença a ser perceptible al Brasil i a la Xina) i d'avanços en les reformes estructurals.

A la Xina, les condicions de liquiditat es mantenen sota control. El banc central xinès ha intensificat les intervencions als mercats monetaris i ha injectat liquiditat per evitar episodis de tensió com el del mes de juny. Malgrat l'absència de turbulències al mercat interbancari, la liquiditat s'ha tornat menys abundant en comparació amb la primera meitat de l'any, tal com ho havien avisat les autoritats, per evitar, així, la formació de bombolles. Assegurar l'estabilitat del sector financer és una peça clau en l'actual procés de canvi de model del creixement en què està immersa l'economia xinesa. La transició sembla complexa, de manera que els desequilibris financers latents poden constituir un focus d'inestabilitat a curt i a mitjà termini.

En clau europea, victòria contundent d'Angela Merkel en les eleccions alemanyes. La coalició democristiana (CDU/CSU) va obtenir el 41,5% dels vots, el millor resultat en més de 20 anys. No obstant això, haurà de buscar un nou soci per formar un Govern estable després del mal resultat del partit liberal, que no va aconseguir obtenir representació parlamentària. En aquest sentit, el partit socialdemòcrata (SPD) es perfila com l'alternativa de pacte més probable. De cara a la resolució de la crisi de l'euro, això dibuixa una perspectiva de liderat reforçat i de continuïtat en l'estratègia (disciplina fiscal i reformes estructurals), però amb matisos a favor de la solidaritat entre països i de les polítiques procreixement. Els inversors han acollit de forma favorable els resultats electorals i esperen que es

confirmi la «gran coalició» i el llum verd del Tribunal Constitucional alemany al programa de compra de bons del BCE.

El BCE centra l'atenció en les condicions monetàries de la zona de l'euro. La devolució anticipada, per part dels bancs, dels fons obtinguts mitjançant les operacions de finançament a molt llarg termini (LTRO), efectuades pel BCE el 2011 i el 2012, ha apropiat el nivell d'«excés de liquiditat» molt pròxim al mínim d'adequació que contempla el BCE. Això tendeix a provocar pressions alcistes sobre els tipus monetaris, circumstància que preocupa el BCE, atès que penalitzaria la fràgil i tènue recuperació de l'activitat econòmica. El mateix Mario Draghi ha manifestat que l'entitat considera la possibilitat de realitzar una altra injecció de liquiditat a llarg termini per neutralitzar aquesta amenaça, sense descartar la possibilitat de rebaixar el tipus d'interès oficial.

Els mercats de deute sobirà de la perifèria continuen mostrant avanços, amb un paper destacat per a Espanya. La prima de risc espanyola ha evolucionat en sentit favorable al llarg del mes de setembre i s'ha beneficiat del pròsper entorn global i de l'estabilització econòmica local. En el tram final del mes, després d'un nou episodi de crisi política a Itàlia, va reaparèixer el fantasma de la inestabilitat, però només de manera fugaç. En clar contrast amb les pautes del 2011 i del 2012, aquests contratemps ja no tenen efectes devastadors, gràcies, sens dubte, als avanços en l'enfortiment de la UEM i en la correcció dels desequilibris econòmics. En aquest sentit, el compliment de l'objectiu de dèficit públic per al 2013 per part de l'Administració pública espanyola té una rellevància especial per donar continuïtat a la millora observada en els costos de finançament dels últims mesos.

La renda variable exhibeix bon to als EUA, a Europa i al Japó, amb el suport de diversos factors: monetaris (decisió de la Fed d'ajornar l'inici en la reducció d'estímuls i biaix expansiu del BCE), econòmics (dades d'activitat a la Xina i a la zona de l'euro), geopolítics (reconducció del conflicte a Síria) i empresarials (beneficis corporatius i operacions d'M&A). En aquest sentit, els índexs SP 500 i Dow Jones van tornar a batre màxims històrics al setembre, seguits, al final del mes, d'una lleugera correcció, que ha de ser entesa com una fase de consolidació transitòria. Per la seva banda, el Nikkei japonès ha pujat amb força de forma gairebé ininterrompuda. Al vell continent, tant l'Eurostoxx 50 com l'Ibex 35 han

mostrat sòlids avanços en el còmput mensual i han establert, en tots dos casos, màxims de dos anys. Destaca el bon comportament del sector bancari. A Europa i, en particular, a Espanya, el potencial de revaloració és elevat si la recuperació econòmica adquireix tracció i la crisi de deute a la zona de l'euro continua evolucionant de forma positiva.

Les decisions de la Fed enforteixen l'euro, que s'aprecia fins als 1,35 dòlars, el límit superior del rang de cotització prevalent des de fa mesos. És previsible el manteniment d'aquest rang, i el més probable és que l'euro es torni a depreciar quan la Fed iniciï la reducció en les compres mensuals de deute. En l'apartat de primeres matèries, destaca la moderació del preu del petroli Brent fins als 108 dòlars arran de la solució del conflicte sirià, la qual cosa representa el manteniment del seu rang de fluctuació dels últims mesos (100-110 dòlars). Al segment dels metalls, el comportament ha estat heterogeni, repuntant el coure a causa del millor to de l'activitat a la Xina.

