

MERCATS FINANCERS

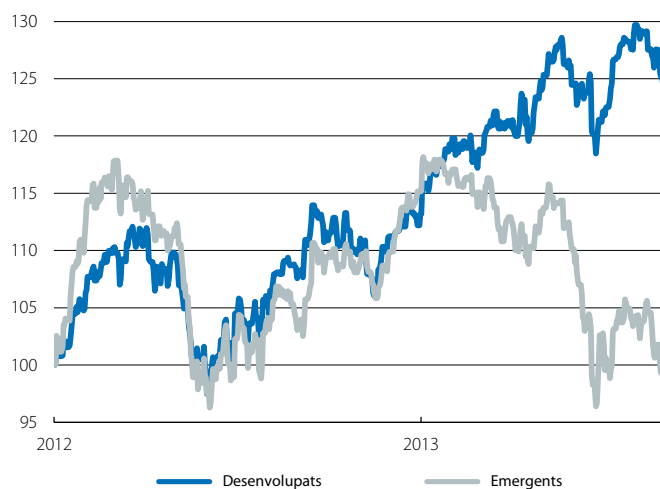
Estiu de contrastos als mercats financers internacionals. La cara ve representada pel bon to dels mercats a la zona de l'euro, gràcies a les bones dades de conjuntura i a la calma política. La creu l'encarna el deteriorament de les condicions financeres als països emergents. Per la seva banda, els EUA travesen una fase de relativa calma, però amb els inversors a la defensiva mentre esperen el que decideixi la Reserva Federal (Fed) el 18 de setembre. Al final d'agost, Síria ha provocat un brot d'inestabilitat generalitzat, que, ara com ara, està contingut, però que podria ser origen de problemes més greus.

La reducció dels estímuls plantejada per la Fed continua sent el centre d'atenció. En la reunió del 31 de juliol, una àmplia majoria dels membres del Comitè de Política Monetària de la Fed va coincidir en la necessitat de reduir la compra de bons (*tapering*, en l'argot) abans de final d'any, però no es va aportar informació sobre la data d'inici ni sobre la seva magnitud. Segons el consens d'analistes, setembre serà el mes triat. Cal tenir present, però, que les perspectives de recuperació de l'economia i del mercat de treball considerades per la Fed són una mica menys positives que fa un mes, de manera que no es pot descartar que la decisió s'ajorni fins a les reunions del novembre o del desembre. Les especulacions sobre aquesta qüestió, aparentment menor, allarguen la inquietud entre els inversors i frenen l'ànim comprador de bons i d'accions.

Les yields del deute públic nord-americà assoleixen màxims de dos anys després del repunt addicional observat en les últimes setmanes, arran de la incertesa generada pel *tapering*. L'augment ha estat major en els terminis llargs (10 anys) que en els curts (2 anys). La taxa del bo a 10 anys se situa en nivells propers al 3%. Paral·lelament, és destacable l'escalada en els tipus del mercat hipotecari nord-americà, que s'han situat també en màxims de dos anys i han propiciat les primeres queixes dels agents del sector. Aquest deteriorament als mercats de deute ha anat acompanyat de correccions en la renda variable nord-americana. Previsiblement, quan la Fed esvaeixi els dubtes actuals, les *yields* corregiran una part de l'augment recent (tot i que la tendència, a mitjà i a llarg termini, s'orienta moderadament cap amunt) i Wall Street reprendrà els avanços.

S'intensifiquen les turbulències financeres a les regions emergents. Persisteixen els fluxos de sortida de capitals, tot i que a un menor ritme que al juny, i els efectes s'han fet notar amb virulència en les divises, en especial als països amb desequilibris elevats. Les monedes més afectades han estat la rupia índia, la rupia indonèsia, el real brasiler i la lira turca, tot i que altres divises de països més sòlids, com ara el rand sud-africà o el peso mexicà, també n'han patit les conseqüències. Aquesta qüestió, que s'aborda amb més deteniment al Focus «Sortida de capitals als emergents», posa de manifest les vulnerabilitats que pateix una gran part del bloc emergent, en un entorn de perspectives més baixes de liquiditat global i de

Evolució de les borses: desenvolupats vs. emergents (Gener 2012 = 100)



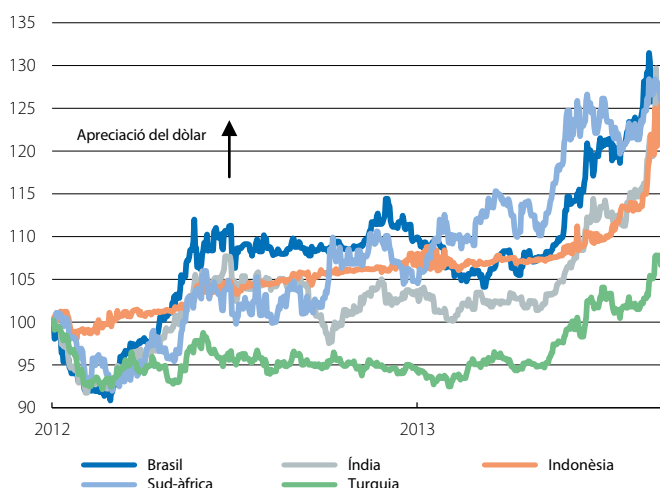
Font: Bloomberg.

EUA: yields del deute públic (%)



Font: Bloomberg.

Evolució de les divises emergents enfront del dòlar (Gener 2012 = 100)



Font: Bloomberg.

reorientació de l'apetència pel risc. Les borses emergents han registrat pèrdues considerables, tot i que el càstig no ha assolit la intensitat observada al mercat canviari. Igualment, els volums d'emissió de deute corporatiu s'han reduït molt i els *spreads* crediticis han repuntat.

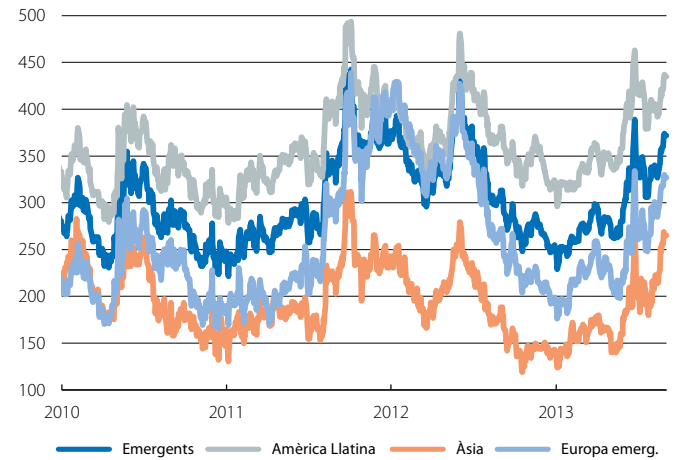
Les autoritats econòmiques emergents estan reaccionant amb celeritat a l'hora d'intentar frenar la pèrdua de valor de les respectives divises. Les mesures adoptades són àmplies i diverses a les economies emergents: controls de canvis, intervencions directes als mercats de divises i, fins i tot, pujades dels tipus d'interès oficials (per exemple, al Brasil i a Indonèsia). Una preocupació particular desperten els casos de l'Índia i Indonèsia, on els nivells de reserves internacionals disminueixen amb rapidesa i la depreciació de les respectives divises, lluny d'aturar-se, persisteix. Aquest episodi d'inestabilitat a l'Índia ha fet recordar la crisi patida pel país asiàtic el 1990, quan, davant el col·lapse del nivell de reserves, va necessitar la intervenció de l'FMI. A més d'encert amb les mesures d'urgència indicades, sembla clar que els països emergents vulnerables necessiten abordar les reformes estructurals que permetin corregir els desequilibris i potenciar el creixement. Confiam que això sigui possible i que es recuperi el sentiment positiu dels inversors internacionals.

A la zona de l'euro, els riscos continuen disminuint, gràcies a un entorn financer més benigne i a la millora dels indicadors d'activitat. Tal com s'explica amb més detall al Focus «BCE: una "política d'orientació" poc concreta», l'autoritat monetària va anunciar, en la reunió de juliol, que els tipus d'interès romanrien en nivells reduïts durant un període llarg de temps. Aquesta orientació clarament acomodaticia del BCE, que contrasta amb els plans de retirada progressiva dels estímuls monetaris de la Fed, contribueix a explicar l'evolució satisfactòria de les condicions financeres a la regió. A més a més, les economies del centre, en especial Alemanya, mostren avanços sòlids en les respectives demandes internes i propicien una millora notable als sectors exteriors de les economies del sud, en particular en el cas espanyol. Atès aquest context, les primes de risc dels països perifèrics s'han orientat a la baixa durant l'estiu i han esborrat amb facilitat els repunts originats per les tensions polítiques de Portugal al juliol. Destaca el bon comportament de l'*spread* espanyol en relació amb el bo alemany, que es va reduir fins a nivells de 250 punts bàsics i que va repuntar lleugerament al final d'agost arran del conflicte sirí. Per bé que aquesta reducció és motiu de satisfacció, cal tenir en compte que s'explica, en bona part, pel repunt en la *yield* del *bund* alemany a 10 anys.

El desenllaç de les eleccions alemanyes és clau per a la solidesa política i institucional de la zona de l'euro i dels seus mercats. El proper 22 de setembre, se celebren les eleccions alemanyes, una cita molt important per a la legitimació democràtica del procés de refundació de la UEM en què estem immersos. Les enquestes atorguen una victòria còmoda a la coalició liderada per Angela Merkel, circumstància que, pel que sembla, satisfà els inversors. Les declaracions d'alts mem-

Spreads dels bons sobirans dels països emergents

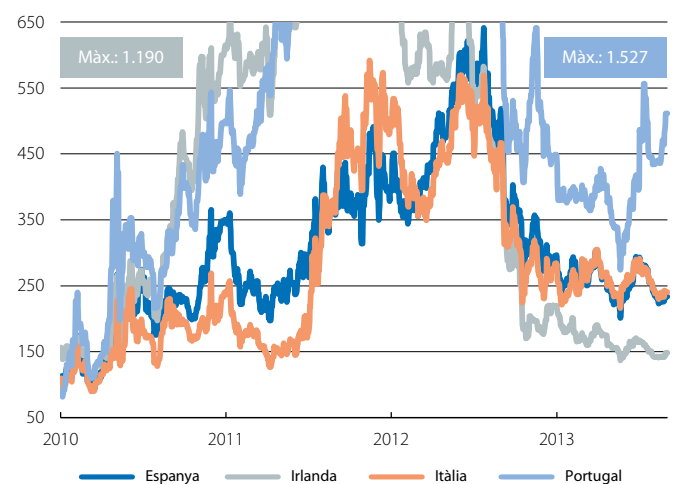
(En relació amb una cistella de bons dels EUA; punts bàsics)



Font: Datastream.

Primes de risc del deute sobirà

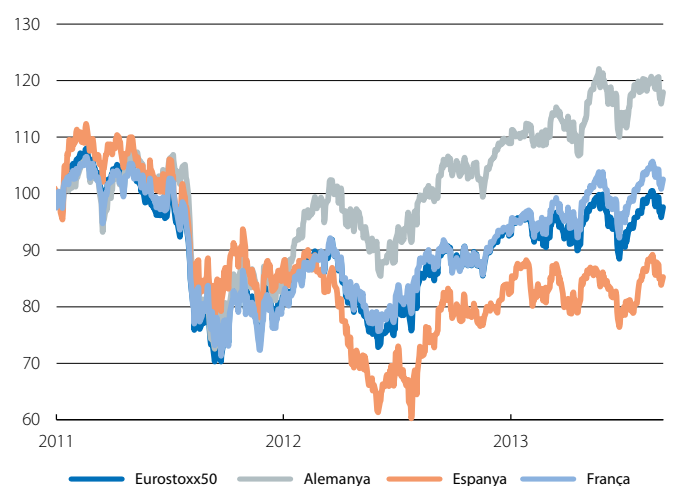
(CDS; punts bàsics)



Font: Bloomberg.

Borses de la zona de l'euro: evolució per països

(Gener 2011 = 100)



Font: Bloomberg.

bres de l'executiu alemany en to constructiu sobre un tercer paquet de rescat per a Grècia i els elogis a les reformes iniciades per països com Espanya són un factor que contribueix al bon to dels mercats financers de la regió. No obstant això, convé seguir de prop els esdeveniments a mesura que s'apropi la votació i se'n coneguin els resultats, ateses les eventuais sorpreses desestabilitzadores.

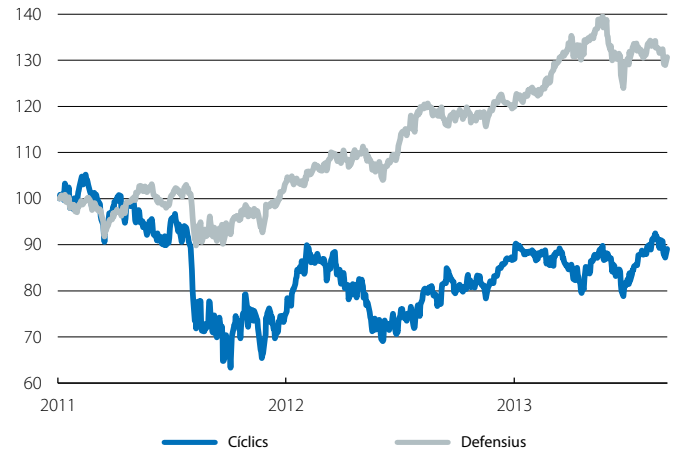
En clau borsària, sort dispar en funció dels països i dels sectors. Ha estat molt clara la diferenciació entre les borses occidentals i les emergents. La bona marxa dels beneficis empresarials als EUA ha proporcionat suport als índexs S&P 500 i Dow Jones, que van assolir màxims històrics al començament d'agost. Pels factors esmentats més amunt (*tapering* i Síria), ha tingut lloc, en el tram final del mes, una correcció que no ha de representar l'inici d'una tendència a la baixa. A Europa, el perfil ha estat similar, però amb un saldo acumulat més favorable. El comportament de l'Ibex ha estat relativament millor en relació amb els seus homòlegs europeus, amb avanços que s'apropen al 10% des del final de juny. A Europa, el comportament més positiu, a nivell sectorial, ha correspost al sector bancari i a les petrolieres. Els sectors defensius (com ara les farmacèutiques) i les línies aèries han quedat endarrerits. El sector bancari té la clau per a la continuïtat d'una tendència alcista dels índexs europeus, circumstància per la qual s'estan consolidant unes condicions macro i microeconòmiques propícies. Al Japó, la borsa s'ha mogut en un rang lateral no lliure d'elevades dosis de volatilitat.

L'euro s'aprecia enfront del dòlar arran de les sorpreses positives en els indicadors de conjuntura de la zona de l'euro, que apunten a una millora sostenible. En concret, el canvi euro-dòlar s'ha mogut cap a la zona d'1,33-1,34, és a dir, s'ha apropat als nivells més alts de l'euro dels 18 últims mesos. Aquest moviment no hauria d'anar a més. En canvi, a mitjà i a llarg termini, esperem que la tendència vagi en la direcció d'una lleugera apreciació del dòlar des dels nivells actuals, a causa del procés de normalització monetària als EUA. Per la seva banda, el ien ha reprès la lleugera apreciació enfront del dòlar iniciada al maig.

Repunt en les cotitzacions de les primeres matèries, encapçalades pels avanços en el petroli Brent, que, des del juliol, ha guanyat el 15%. Això és atribuïble, d'una banda, i com a factor principal, a la disminució en l'oferta de cru per part de l'Iran i de Nigèria i, de l'altra, a la intensificació del conflicte siríà. A mitjà termini, a mesura que es condueixin les tensions, el recorregut alcista en la cotització del petroli s'anirà moderant. L'or, la plata i el coure han registrat increments moderats, que, malgrat tot, no compensen les fortes caigudes acumulades des del gener. La recuperació del bloc emergent ha de donar suport a una recuperació progressiva en les cotitzacions de la majoria de *commodities*, en especial al segment dels aliments.

Eurostoxx50: sectors cíclics i sectors defensius

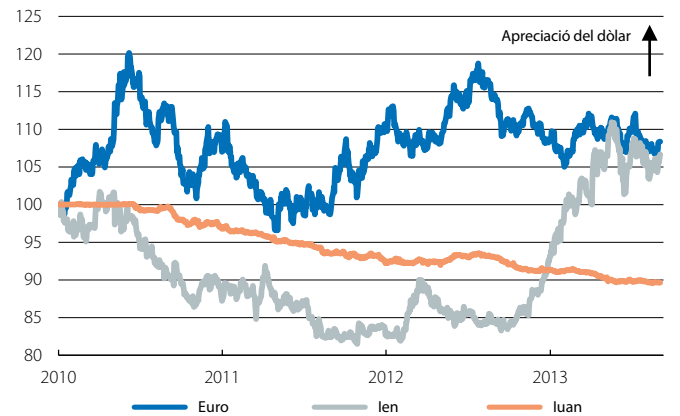
(Gener 2011 = 100)



Font: Bloomberg.

Cotització de l'euro, el ien i el iuan enfront del dòlar

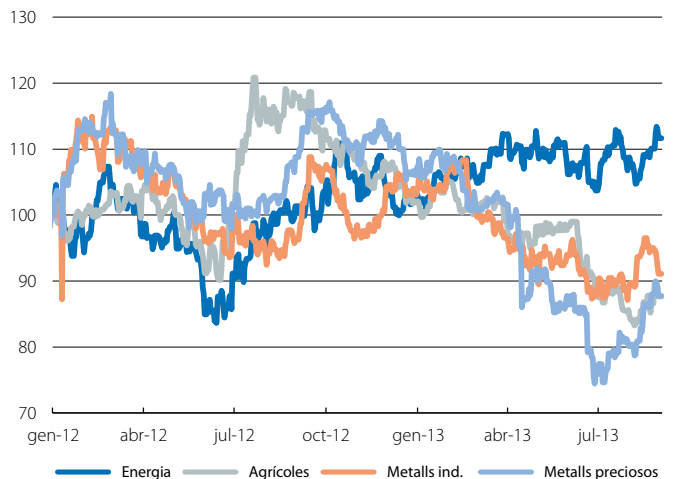
(Gener 2010 = 100)



Font: Bloomberg.

Evolució de les primeres matèries

(Gener 2012 = 100)



Font: Bloomberg.