

## CONJUNTURA · Tempesta de tardor

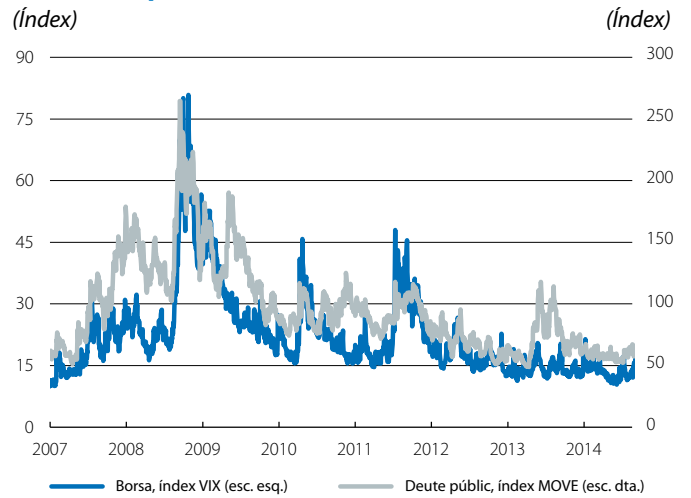
**Octubre ha estat testimoni d'un augment sobtat de la volatilitat.** Els principals detonants van ser el temor a un alentiment del creixement global i, en particular, l'amenaça d'una tercera recessió a la zona de l'euro. Una ratxa d'indicadors de conjuntura negatius durant la primera quinzena del mes va posar en guàrdia els inversors. Les alertes llançades per l'FMI sobre els riscos econòmics i els missatges dels principals bancs centrals també hi van contribuir en sentit desfavorable. Mentre la Reserva Federal (Fed) advertia de l'impacte del deteriorament de l'economia europea sobre el creixement dels EUA, el BCE amb prou feines aportava detalls sobre el programa de compres de deute privat. Atès aquest panorama, els inversors es van refugiar en actius segurs, en perjudici de les borses i dels bons corporatius i emergents. Afortunadament, les turbulències van tendir a remetre en el tram final del mes. És previsible que la volatilitat romangui en nivells superiors als observats durant la primavera i l'estiu, els quals, sens dubte, eren anormalment baixos. Els focus de tensió geopolítica latents i l'estratègia de comunicació dels bancs centrals són les principals fonts potencials d'inestabilitat a curt termini.

**Així i tot, les tendències a mitjà i a llarg termini continuen apuntant en una direcció moderadament positiva per als actius de risc,** a mesura que es constati que la zona de l'euro reprèn la via de la recuperació i el conjunt de l'economia global avanci a un ritme satisfactori. En aquest sentit, els elevats nivells de liquiditat continuaran donant suport a aquesta dinàmica favorable, fins i tot tenint en compte el final dels estímuls monetaris als EUA. La intensificació de les compres d'actius per part del Banc del Japó, fins als 80 bilions de iens anuals (des dels 60-70 actuals), és un exemple clar d'aquesta pauta.

**La Fed, prudent però optimista.** Com s'esperava, el banc central nord-americà va consumir el final del QE3. Aquesta decisió és coherent amb la seva valoració favorable de les condicions del mercat laboral (on la infrautilització dels recursos laborals s'estaria «reduint de forma gradual») i amb la perspectiva d'expansió moderada però sostinguda de l'activitat econòmica. A més a més, la Fed reconeix que l'absència de pressions inflacionistes es podria allargar uns mesos. Basant-se en aquesta apreciació i apel·lant al doble mandat de la seva política monetària, el Comitè Federal de Mercat Obert va comunicar la seva intenció de mantenir els tipus d'interès oficials en la franja actual durant un «període de temps considerable». No obstant això, va puntualitzar que l'evolució dels diferents indicadors d'activitat i d'inflació determinarà el ritme de les futures pujades de tipus. En aquest sentit, la institució va advertir, també, sobre un possible ritme de pujades més intens del que ara descompten els agents si les dues variables s'aproximen més ràpidament del que s'espera als objectius de la Fed.

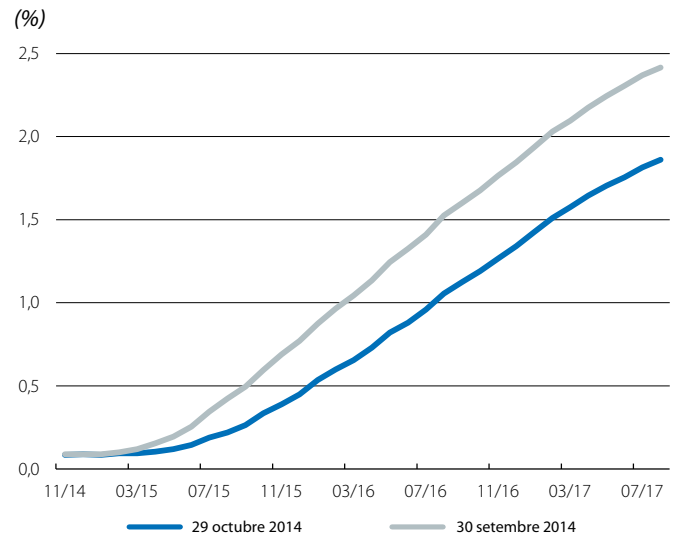
**L'efectivitat de les mesures del BCE és qüestionada.** En la reunió del mes d'octubre, a més de mantenir els tipus d'interès oficials sense canvis, el Consell de Govern del BCE va comuni-

### EUA: volatilitat implícita de la borsa i del deute públic



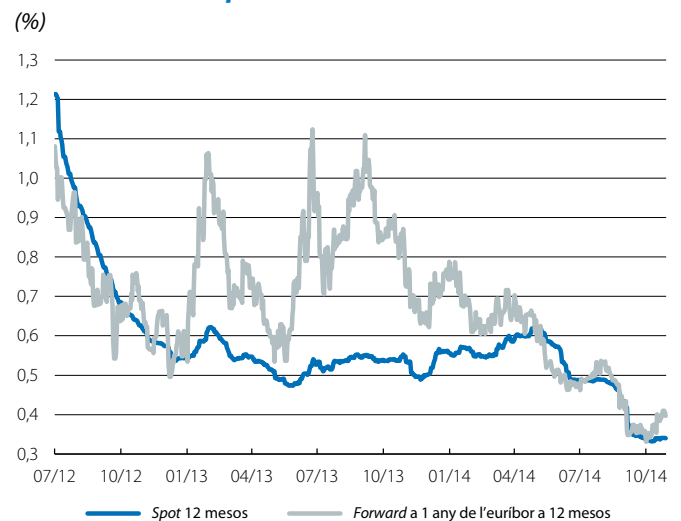
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### EUA: forwards del tipus oficial de la Fed



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Zona de l'euro: tipus d'interès euríbor



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

car els detalls operatius dels programes de compres de titulitzacions (ABSPP) i de cèdules hipotecàries (CBPP3). Així mateix, i en un intent de transmetre tranquil·litat als mercats financers, Draghi va insistir que la suma dels dos programes, juntament amb els préstecs als bancs a molt llarg termini (TLTRO), tindrà un «impacte significatiu» sobre el balanç de l'entitat. Aquest procés s'hauria de traduir, en última instància, en recuperació econòmica i en un augment de la inflació. Si no s'hi observessin millores, el BCE estudiaria l'ús de mesures no convencionals addicionals. Per complir el que s'ha exposat, l'entitat ha iniciat ja la ronda de compres de *covered bonds* de diversos països de la zona de l'euro, i s'espera que, al novembre, faci el mateix amb els ABS. No obstant això, nombrosos inversors dubten de l'efectivitat de les mesures adoptades fins ara i contempnen que el BCE es decanti, finalment, per ampliar la compra d'actius financers (inclosos, per exemple, els bons corporatius).

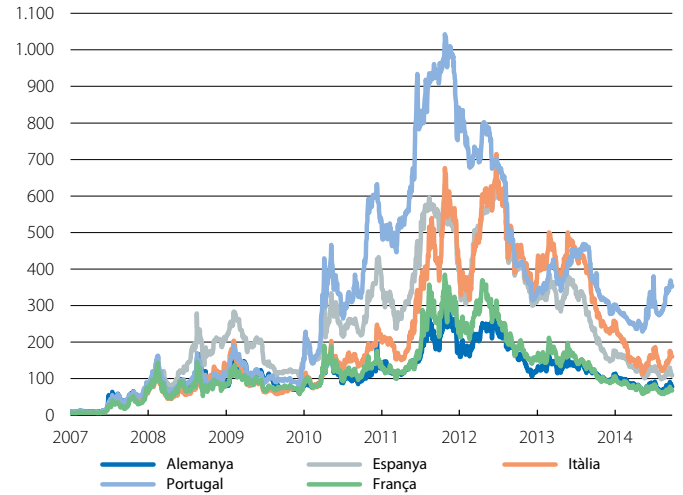
**Mentrestant, la banca europea supera les proves de resistència del BCE.** De les 130 entitats analitzades, només 25 no han passat el llistó. Aquestes entitats es concentren, principalment, a Itàlia, a Grècia i a Xipre i presenten un dèficit de capital conjunt de gairebé 25.000 milions d'euros, una xifra que es redueix fins als 9.500 milions d'euros si considerem les mesures de capitalització ja dutes a terme el 2014. Tot i que, en alguns casos, el càstig als mercats borsaris ha estat significatiu, el tebi impacte observat al conjunt de les primes de risc bancàries indicaria que aquest test ha contribuït, com era d'esperar, a esvaïr la incertesa sobre el sistema bancari europeu. Tot plegat ha de permetre al BCE iniciar amb bon peu la seva nova funció com a supervisor bancari únic a partir del 4 de novembre.

**Les rendibilitats dels *treasuries* es redueixen (encara més).** Durant les primeres setmanes d'octubre, l'augment de l'aversion al risc i la volatilitat financera van derivar en una reorientació dels inversors cap a actius de màxima qualitat. Aquest és el cas del deute sobirà nord-americà, la rendibilitat del qual va flexionar de sobte a la baixa i va tornar a cotes properes als mínims històrics al llarg de tots els trams de la corba. No obstant això, la sua tendència alcista en les *yields* ja es va començar a restablir al final de mes, afavorida pels últims anuncis de la Fed arran del dinamisme del creixement econòmic als EUA.

**La rendibilitat del *bund*, en mínims històrics.** Com en el cas dels EUA, l'episodi de *risk-off* també va afectar el deute públic alemany. L'augment de fluxos de capitals a la recerca de refugi ha continuat pressionant a la baixa les taxes de rendibilitat, que es troben en terreny negatiu en les referències fins a tres anys i clarament per sota de l'1% en el *bund* a 10 anys. Els dubtes sobre l'efectivitat de les compres d'actius financers del BCE per evitar l'amenaça deflacionista també han contribuït a aquest procés. És reveladora, també, la dada publicada per l'autoritat monetària que, al setembre, els bancs europeus van assolir un nou màxim de tinences de deute sobirà de la regió (un total d'1,84 bilions d'euros).

**Zona de l'euro: primes CDS del sector bancari**

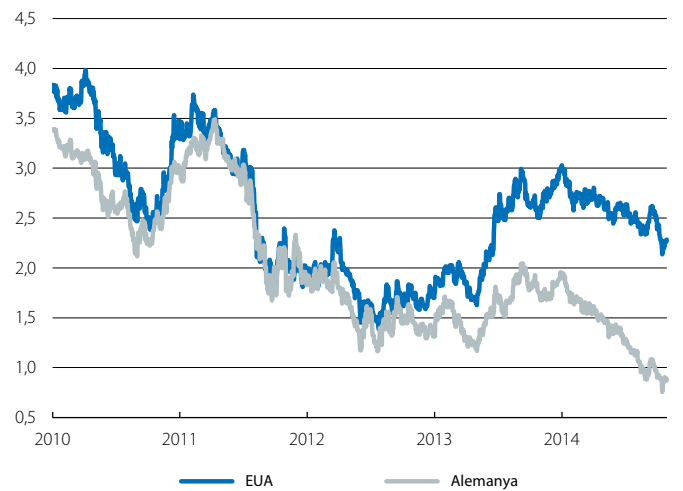
(p. b.)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

**Rendibilitats del deute públic a 10 anys**

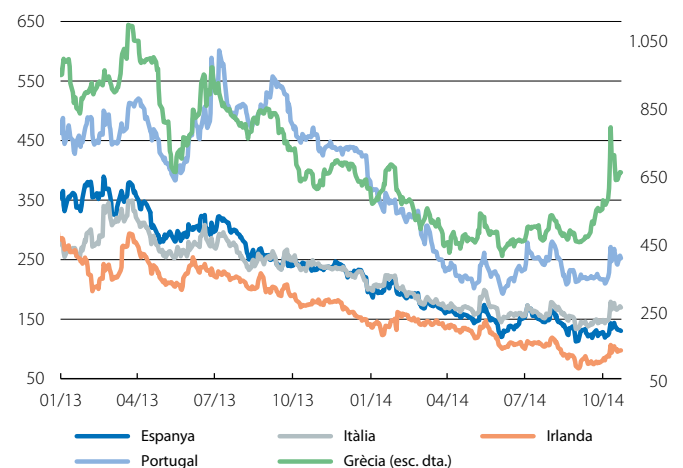
(%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Zona de l'euro: spreads del deute públic a 10 anys \***

(p. b.)



Nota: \* Diferència respecte del bund alemany.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

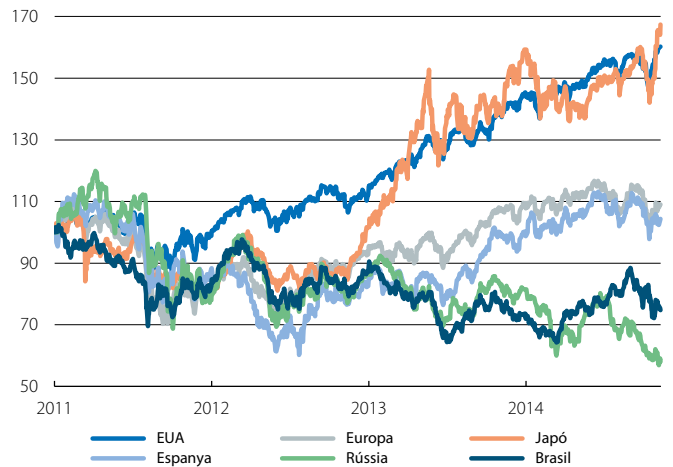
**Espanya, al capdavant de la perifèria.** En el context de turbulències de l'octubre, les *yields* sobiranes de la perifèria van experimentar, en conjunt, un increment molt contingut. A més a més, ha estat una fase en què les diferències entre països s'han intensificat. D'una banda, la revisió satisfactòria de la qualificació d'Espanya, l'aprovat de la banca espanyola en les proves d'estrès del BCE i la millora de l'economia han afavorit el deute espanyol. De l'altra, les desviacions pressupostàries a Itàlia i la delicada situació d'alguns dels seus bancs, juntament amb l'amenaça de Grècia d'abandonar el pla de rescat, han provocat l'augment de les primes de risc als dos països.

**Replegament intens a les borses internacionals.** El retorn de la volatilitat ha materialitzat el risc de correccions als mercats borsaris que planava des de feia mesos. El detonant de l'ajust va ser el deteriorament de les expectatives de creixement econòmic globals, argument suficient per posar fi a l'elevada complaença dels inversors. En poc temps, els signes de sobrecompra s'han esvaït, i, fins i tot, apareixen indicadors de sobreventa en alguns mercats, com, per exemple, als europeus. Un altre dels aspectes que ha centrat l'atenció dels inversors ha estat el començament de la publicació dels resultats empresarials del 3T. Fins ara, les notícies són esperançadores. Als EUA, els beneficis de les companyies de l'S&P 500 superen àmpliament les estimacions dels analistes, la qual cosa ha donat suport a la borsa nord-americana, que, al final del mes, ja va aconseguir recuperar una bona part de les pèrdues. A la zona de l'euro, les empreses anuncien uns beneficis més ajustats, a conseqüència d'un entorn econòmic més feble i d'aspectes puntuals, com el veto de les exportacions a Rússia. Pel que fa als emergents, i a diferència del que ha succeït en altres ocasions, el repunt de la inestabilitat a l'octubre no s'ha traduït en un deteriorament extra de l'entorn financer. Un esment a part mereix el cas del Brasil, on el procés que ha portat a la reelecció de Dilma Rousseff com a presidenta del país ha estat una font específica de volatilitat.

**El dòlar manté el pols enfront de la caiguda del preu del cru.** La volatilitat dels mercats de divises també s'ha intensificat arran de les divergències existents en les estratègies monetàries de les principals economies. Malgrat que el dòlar és la moneda que s'ha apreciat més des de l'estiu, els dubtes sobre el ritme de la normalització de la política monetària als EUA han aturat lleugerament la seva escalada enfront de l'euro i del ien. Mentrestant, arran de la intensificació de l'excés d'oferta, el preu del barril de petroli ha perdut la referència dels 90 dòlars.

**Evolució de les principals borses internacionals**

(Gener 2011 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Brasil: cotització i volatilitat del real brasiler**

(Reals per dòlar)

(Valor)

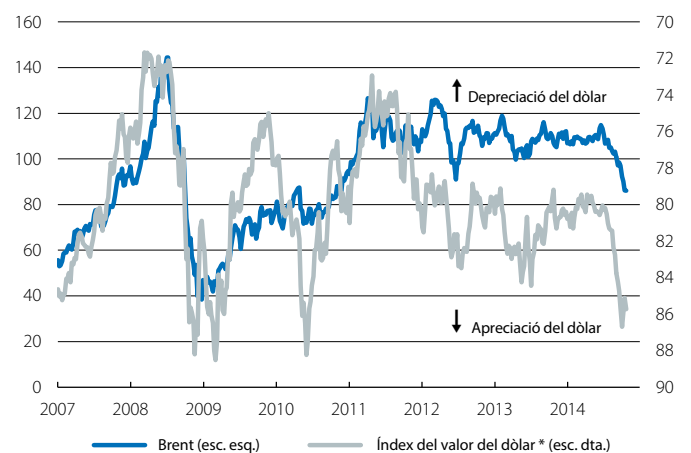


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Preu del petroli Brent i índex de valor del dòlar**

(Dòlars per barril)

(Índex, valors invertits)



Nota: \* Enfront d'una cistella àmplia de divises.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.