

MERCATS FINANCERS

En les últimes setmanes, la ratxa de sorpreses negatives en els indicadors econòmics internacionals ha afectat els mercats. Les cotitzacions de les primeres matèries n'han patit especialment les conseqüències. Les borses s'han mostrat febles. Algunes no s'han allunyat gaire de la zona de màxims cíclics (com la dels Estats Units) i d'altres han defallit des de cotes ja prou deprimides (per exemple, l'espanyola). Els tipus d'interès monetaris i les *yields* del deute públic han baixat tant als Estats Units com a la zona de l'euro (inclosos els països perifèrics).

Als Estats Units, la reaparició del fantasma de la recaiguda recorda la pauta dels tres últims anys: impulsos monetaris agressius, esperança de reactivació, millora incipient, debat sobre l'estratègia de sortida per a la Reserva Federal, decepcions de creixement, i nous estímuls. Afortunadament, en aquesta ocasió, hi ha raons poderoses per pensar que les dades recents obeeixen a una sotragada passatgera i que l'economia nord-americana mantindrà la velocitat de creuer. A més a més, possiblement, aquest episodi servirà perquè la Fed es reafirmi en la seva idea que, pel que fa als estímuls, més val pecar per excés que per defecte. Atès aquest escenari, les reculades de la borsa són una correcció transitòria, i les *yields* del deute públic es mantindran en la zona de mínims històrics durant una llarga temporada.

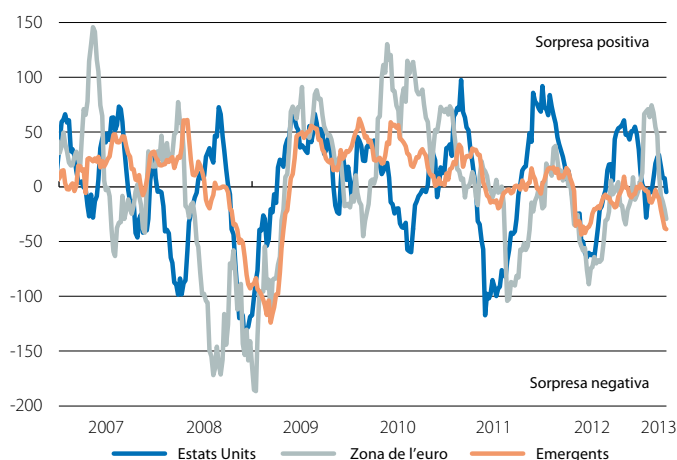
L'actuació del Banc del Japó és un altre factor clau. El procés de gestació del seu ambiciós programa d'expansió quantitativa ja s'ha fet sentir als mercats de divises i de bons (i ha contribuït al descens de les *yields* al conjunt de països). Després del «visti-plau» rebut en la reunió del G-20, cal esperar una implementació contundent que perllongui els efectes reflacionistes, no solament sobre el Japó (continuitat de les tendències de ien a la baixa i Nikkei a l'alça), sinó amb abast global.

Als països emergents, el panorama presenta clarobscur i és ric en matisos. Les dificultats que troben per controlar la inflació, reactivar el creixement i convertir-se en el motor de l'economia internacional es barregen amb alguns dubtes sobre el veritable potencial a llarg termini, en particular als BRIC. Això es reflecteix en unes borses sense pols i en uns mercats de deute vigorosos. Les autoritats ja han començat a aplicar mesures expansives i han combinat les monetàries amb les fiscals en funció de les circumstàncies. L'ampli marge existent en aquest àmbit, la continuïtat de les reformes estructurals i el baix nivell d'endeutament públic i privat fan pensar que la reactivació econòmica no trigarà a arribar. Les borses i les divises en sortiran beneficiades (amb un paper destacat per a l'apreciació del iuan xinès).

La zona de l'euro continua sent la baula més feble. En aquest cas, semblen més justificats els dubtes sobre la capacitat de creixement, tant a curt com a llarg termini. Aquest és el motiu del mal comportament relatiu de les borses europees, que han continuat perdent terreny en relació amb les dels Estats Units i el

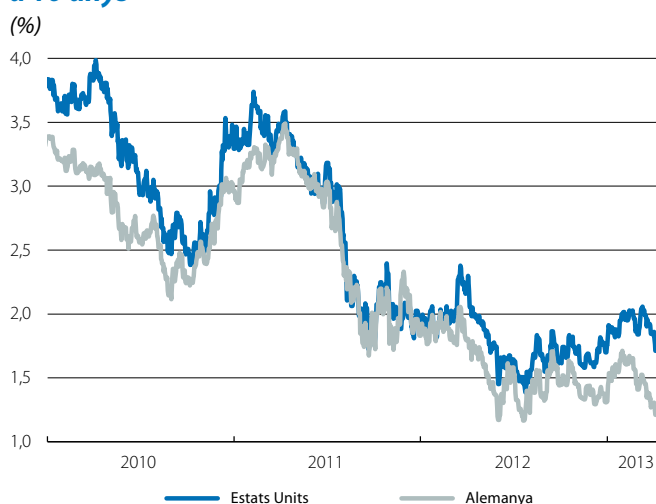
Índex de sorpreses econòmiques

Nombre de desviacions estàndards de les condicions financeres actuals normalitzades amb la mitjana del període gener 1999-juny 2008



Fonts: Bloomberg i Citigroup.

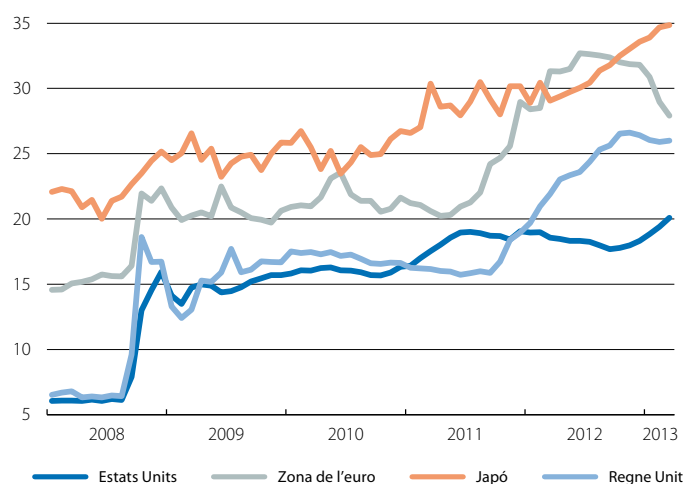
Estats Units i Alemanya: yields del deute públic a 10 anys



Font: Bloomberg.

Balanços dels principals bancs centrals

Total d'actius (% del PIB)



Font: Bloomberg.

Japó. No obstant això, hi ha motius per esperar un comportament més positiu a partir d'ara. Els riscos de cua s'han reduït de forma convincent. D'una banda, el compromís polític per reforçar la UEM sembla ferm, com ho palesen els avanços que es van fent per completar el marc institucional i per consolidar la governança econòmica comuna. De l'altra, la presència del MEDE i del programa OMT del BCE està evitant les espirals venedores als mercats de bons sobirans, que tant mal van fer durant el període 2010-2012. La calma que ha imperat durant la crisi xipriota i l'im-passe polític a Itàlia així ho indica.

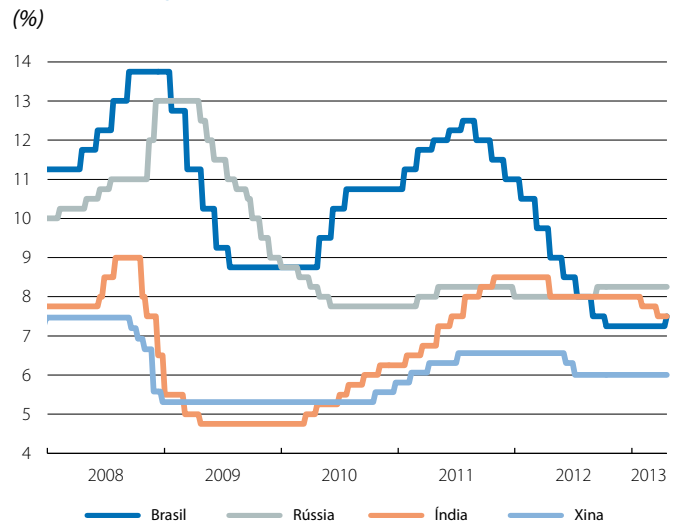
La política econòmica es reorienta, tot i que tímidament, cap a l'expansió. En matèria fiscal, tot indica que el calendari de reducció del dèficit públic se suavitzarà en nombrosos països. Pel que fa al BCE, als mercats corre el rumor de la possibilitat de mesures en l'àmbit dels tipus d'interès oficials i en el no convencional. La probabilitat d'una retallada de tipus ha crescut, i també és factible que es posi en marxa algun mecanisme encaminat a facilitar el finançament de les pimes, en especial als països perifèrics.

La normalització del sector bancari és una assignatura pendent. Per desgràcia, algunes actuacions de les autoritats polítiques hi han incidit negativament. En concret, amb motiu del rescat de Xipre, es va encetar de forma intempestiva i desordenada el debat sobre el tractament que rebran els dipòsits, els bons i la resta de passius bancaris en futures crisis. No va ser un bon moment per fer-ho, atesa la hipersensibilitat que encara existeix sobre aquesta qüestió entre el públic i els inversors. La conseqüència va ser un càstig notable sobre els bons i les accions dels bancs, que, a poc a poc, tendeix a corregir-se. A banda de l'efecte directe derivat de l'elevat pes d'aquest sector en els índexs de les dues classes d'actius, és important l'efecte indirecte mitjançant el paper central que juga el sistema bancari en el finançament de l'economia de la zona de l'euro, amb les conseqüents repercussions macroeconòmiques.

Cal esperar que les autoritats extremin la sensatesa de cara a les pròximes cites en l'àmbit bancari. Les negociacions per al disseny i la posada en marxa dels diferents elements de la unió bancària constitueixen l'eix central. No obstant això, hi ha dos elements adjacents importants: les proves d'estrès prèvies a l'entrada en vigor del supervisor únic i el probable rescat d'Eslovènia. Resultats satisfactoris en aquests fronts contribuiran a combatre la fragmentació financera, a facilitar el finançament del sector privat i, al capdavall, a propiciar la sortida de la recessió.

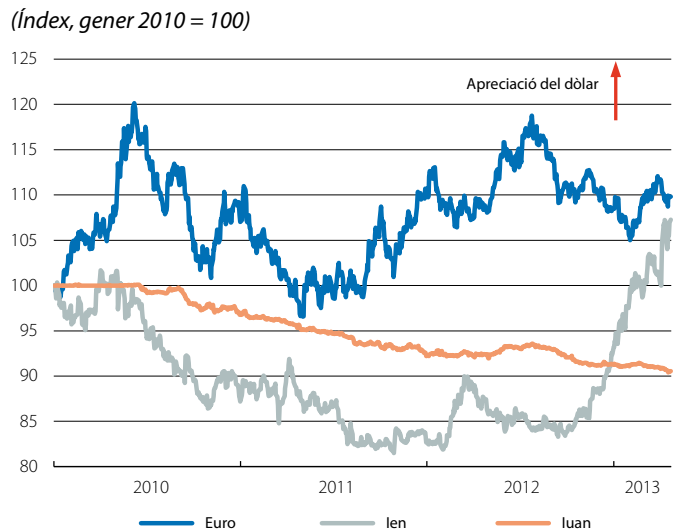
Aquesta millora eventual de les condicions a la zona de l'euro seria de gran ajuda per als mercats financers espanyols. La percepció internacional sobre la solvència del sobirà ha anat millorant, com ho posen de manifest la notable reducció de la prima de risc del deute públic i l'augment de les tinences per part d'estrangers. No obstant això, encara hi ha molt escepticisme sobre la capacitat per tornar a una via de creixement sostenible. Això pesa sobre la borsa, amb especial incidència en el sector bancari. Un altre factor negatiu per a les cotitzacions

Països emergents: tipus d'interès oficials



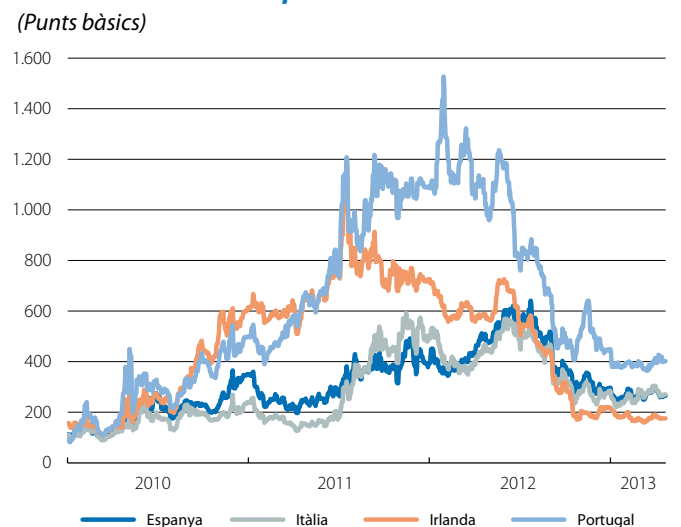
Font: Bloomberg.

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



Font: Bloomberg.

Primes CDS del deute públic



Font: Bloomberg.

borsàries és la incertesa reguladora, de nou amb el sector bancari com a gran damnificat, però que afecta, també, altres sectors importants, com l'elèctric. Racionalitzar els comptes públics, aprofundir en les reformes estructurals i aclarir els marcs reguladors és l'aportació que esperem de les autoritats espanyoles perquè la borsa espanyola recuperi l'atractiu i millori el comportament.

Les empreses continuen immerses en un doble procés de millora de la solvència i de l'eficiència. El primer (despallanquejament financer) ja és reconegut al mercat de bons corporatius, de manera que les primes de risc són baixes per a les grans companyies espanyoles amb accés als mercats de capitals. El segon (augment del potencial del compte de resultats) encara no, neutralitzat per les decepcions que continua oferint l'entorn macroeconòmic.

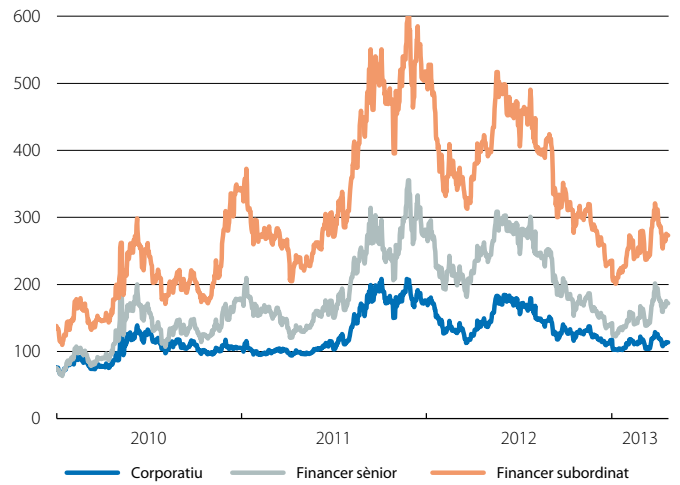
En definitiva, a nivell global i local, l'entorn dels mercats presenta influències oposades: dades d'activitat econòmica desfavorables, condicions de liquiditat molt laxes i passos lents però en la bona direcció per part de les instàncies polítiques (per bé que amb algunes ensopegades).

Els inversors hauran de continuar convivint amb aquestes forces mixtes a curt termini. Previsiblement, els mercats monetaris i de bons continuaran ben sostinguts, mentre que els actius de risc estaran sotmesos a una notable volatilitat, però no a grans pressions a la baixa. En l'àmbit borsari, la presentació de resultats per part de les companyies hauria de ser un suport per a les cotitzacions. De fet, ja és així als Estats Units, país que encapçala el calendari de publicacions. Pel que fa a les primeres matèries, interpretem el descens de cotitzacions recent com un episodi puntual que obeeix no solament a les últimes dades de creixement global, força fluxes, sinó també a factors transitoris, com les vendes especulatives per part d'inversors pseudofinancers (particularment clar en l'enfonsament de l'or cap a la meitat d'abril). En el cas del petroli, esperem que recuperi lentament els nivells del començament de l'any.

A mitjà i a llarg termini, esperem un escenari de reactivació econòmica global, de reequilibri regional, de contenció de la inflació i de lenta retirada dels estímuls monetaris (de manera que la liquiditat continuarà sent abundant). El resultat seria una suau tendència a l'alça de les corbes de rendibilitats i una revaloració de les borses internacionals.

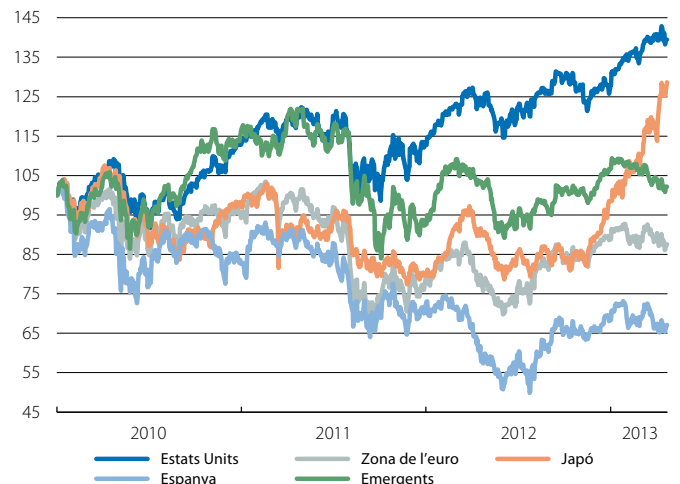
Desgraciadament, els riscos són importants. A curt termini, en destaquen dos. D'una banda, és possible que persisteixin les sorpreses negatives en els indicadors de conjuntura. De l'altra, dissensions eventuais entre els països de l'euro sobre la política monetària i fiscal o sobre els detalls de la unió bancària podrien generar nerviosisme als mercats de l'euro, sobretot en la situació de descontentament polític i social a la qual s'ha arribat. A mitjà i a llarg termini, el principal risc és que les polítiques monetàries ultraexpansives fracassin en el seu propòsit de reactivar el creixement i derivin, en canvi, en bombolles financeres desestabilitzadores.

Primes CDS a Europa per tipus d'emissor
(Punts bàsics)



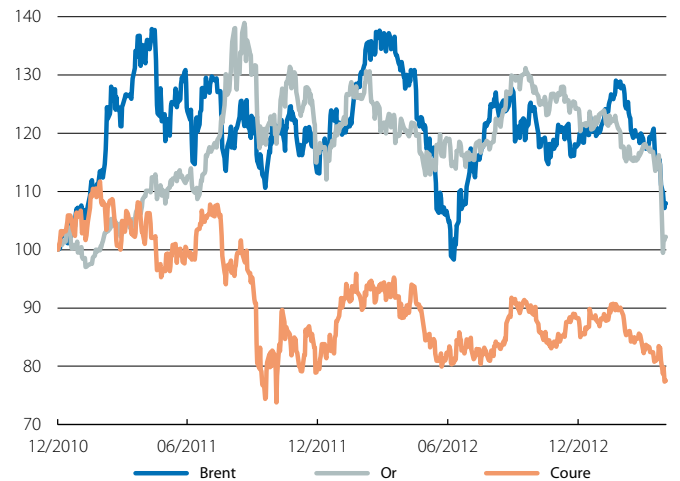
Font: Bloomberg.

Cotització de les principals borses internacionals
(Índex, gener 2010 = 100)



Font: Bloomberg.

Evolució del preu del petroli, l'or i el coure
(Índex, desembre 2010 = 100, dòlars)



Fonts: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.