

MERCATS FINANCERS

Els mercats internacionals s'enfronten a nous contratemps.

Durant molt de temps, la crisi de la zona de l'euro ha estat un focus recurrent d'ensurts, tot i que, per sort, els desenvolupaments recents indiquen que es troba sota control, si més no de forma provisional. Fa només un parell de mesos, la gran preocupació dels inversors era la possibilitat d'una recaiguda econòmica als EUA, però les últimes dades han sorprès per la seva fortalesa. No obstant això, el maig no ha estat un mes per a alegries. El mur de preocupacions al qual s'enfronten els inversors ha ofert dos nous obstacles. Des de la nostra perspectiva, un de previsible i un altre no tant, per bé que els dos acabaran sent superats.

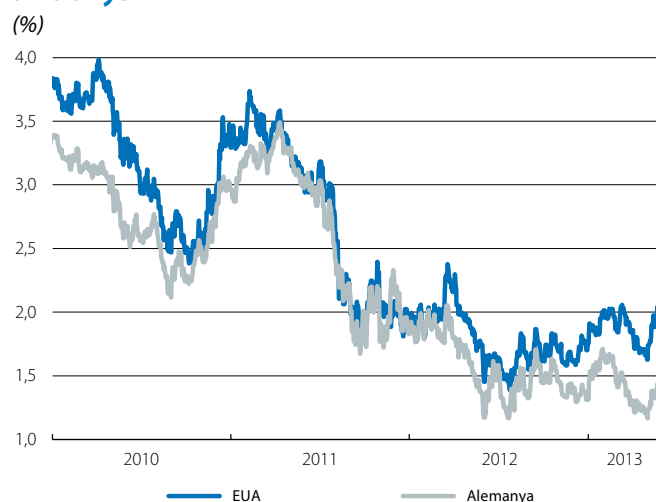
S'ha reobert el debat sobre l'«estratègia de sortida» de la Reserva Federal (Fed). A mesura que s'ha anat allunyant el temor a la possibilitat que els EUA tornessin a caure en recessió, i atesos alguns signes d'exuberància en parcel·les dels mercats de capitals, els mateixos membres de la Fed s'han encarregat de revifar la discussió sobre el to de la política monetària. L'enrenou al voltant d'una eventual aturada dels estímuls és una circumstància que calia esperar sota l'escenari que projectem de progressiva consolidació del creixement econòmic als EUA.

El ritme d'expansió de les economies emergents decep. Les últimes dades conegudes de països clau com la Xina o el Brasil han estat més fluïxes del que s'esperava, tant pel consens com per la nostra banda. De manera una mica precipitada, han guanyat predicament mediàtic les anàlisis que ho interpreten no com una ensopegada passatgera, sinó com una nova dinàmica cap a ritmes més baixos i inestables de creixement tendencial.

Les yields del deute públic han augmentat i els actius amb risc han patit. Aquestes pautes han estat particularment visibles en la part final del mes de maig, després de la compareixença de Ben Bernanke davant el Congrés el dia 22 i de la publicació, un dia després, d'una dada molt feble de confiança empresarial al sector manufacturer xinès. El còmput mensual, però, és neutre per a la majoria d'índexs borsaris. Una situació similar s'ha viscut en el cas d'altres actius de risc, com els bons corporatius. Llevat del Japó, les volatilitats es mantenen controlades: han augmentat, però des de nivells anormalment baixos, i s'han situat en cotes encara moderades.

La Fed intentarà evitar una escalada de la inestabilitat financera. L'augment de les yields dels instruments de renda fixa ha tingut un abast global, però la seva font és comuna: el temor a la possibilitat que la Fed anunciï, properament, una reducció de les compres mensuals de bons. Alguns observadors creuen que aquesta mesura es podria anunciar ja en el proper comitè del 19 de juny. Tenint en compte les condicions econòmiques i financeres existents, considerem que la probabilitat que això succeeixi és baixa. D'una banda, el ritme d'activitat econòmica s'està consolidant, sí, però encara és modest i vulnerable. A més a més, la inflació i les expectatives d'inflació s'han mogut a la

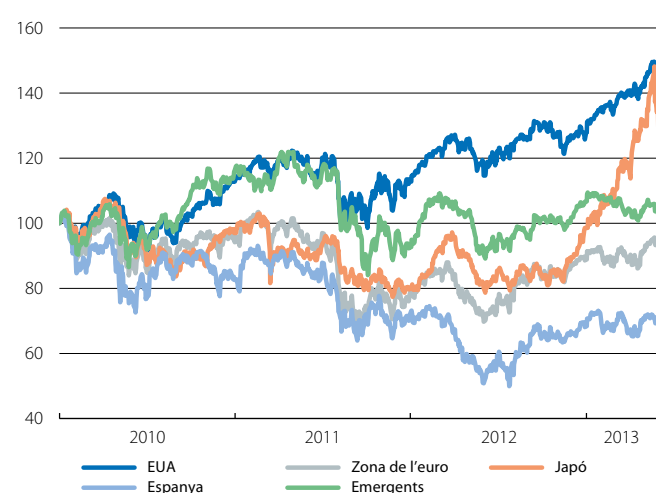
EUA i Alemanya: yields del deute públic a 10 anys



Font: Bloomberg.

Cotització de les principals borses internacionals

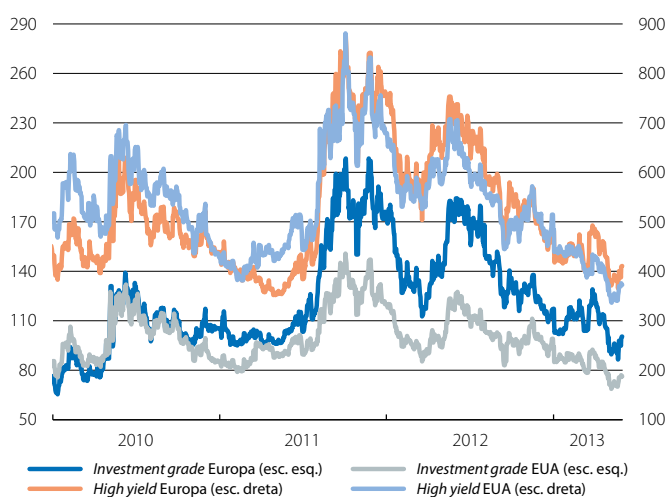
(Gener 2010 = 100)



Font: Bloomberg.

Primes CDS del deute corporatiu

(Punts bàsics)



Font: Bloomberg.

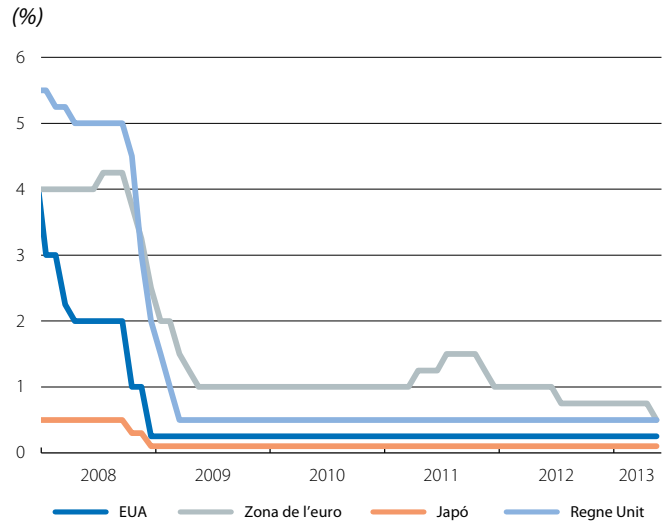
baixa últimament (la qual cosa significa que l'augment de les *yields* ha estat propiciat pel component real). Per la seva banda, els excessos en termes de cotitzacions i d'assumpció de riscos que s'albiren en certs mercats (*junk bonds*, *dividend recapitalizations*, etc.) poden ser neutralitzats, precisament, mitjançant les «intervencions verbals» que prodiguen els membres de la Fed i la utilització d'altres instruments específics. La confirmació d'una disminució de la compra de bons podria propiciar, en aquests moments, augments imprevisibles de les *yields*, amb efectes desestabilitzadors generalitzats per als quals l'economia encara no està preparada.

En definitiva, mantenim l'opinió que la Fed continuarà preferint errar per excés d'estímul que per defecte i que procurarà allargar unes condicions monetàries i financeres laxes (que ho continuaran sent fins i tot quan, més endavant, es moderi la compra de bons). Atès aquest entorn, l'augment de les *yields* als EUA (amb la consegüent influència sobre la resta de mercats) s'hauria de frenar, per reprendre la via alcista d'aquí a uns mesos, quan el ritme de creixement li proporcioni un suport adequat.

Les borses reben per partida doble i interrompen la via d'avanç. A més de l'«efecte Fed» i de l'augment de les *yields*, s'han vist afectades per les fluïxes dades econòmiques als països emergents, que són l'esperança per al creixement global i, per tant, per a les grans empreses internacionals. Als EUA, l'S&P 500 va establir, cap a la meitat del mes, un nou màxim històric, entre senyals clars de sobrecompra i excés d'optimisme en els indicadors de sentiment a curt termini, és a dir, condicions favorables per a una correcció. Previsiblement, aquest procés correctiu es perllongarà durant algun temps (l'estacionalitat hi juga ara en contra), però no hauria de generar pèrdues d'envergadura. Les borses emergents han vist com l'intent de consolidar una tendència alcista quedava frustrat. La seva situació és vulnerable fins que el pols econòmic en aquests països no recuperi el vigor, circumstància que continuem esperant per al tram final d'enguany. Mentrestant, la previsible aplicació de mesures d'estímul monetari i fiscal hauria d'actuar de suport de les cotitzacions.

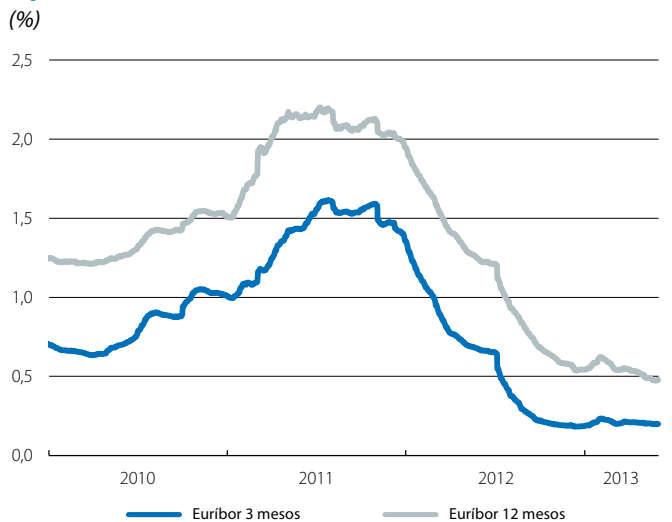
Les divises emergents s'han depreciat i els preus de les primeres matèries han afluïtat. Els dos efectes assenyalats anteriorment han tingut una incidència notable sobre les monedes dels països emergents, superior a la percebuda a les borses o als *spreads* de crèdit. La caiguda ha estat generalitzada i ha posat fi a una fase d'estabilització a l'alça que feia més d'un any que durava. Com en el cas de les borses, les perspectives a curt termini no permeten descartar noves caigudes, però, a mitjà termini, la tendència apunta en el sentit d'apreciació enfront del dòlar i de l'euro, sobre la base dels fonaments econòmics relatius. El iuan xinès ha estat una excepció, ja que ha allargat la pauta de lenta però ferma apreciació i ha confirmat la determinació de les autoritats xineses en el canvi de model econòmic. El canvi dòlar-euro s'ha mantingut estable. Les cotitzacions de les primeres matèries s'han mostrat febles, però les reculades han estat modestes. El petroli Brent s'ha situat en el nivell dels 100 dòlars per barril, i l'OPEP ha anunciat que manté sense canvis les quotes de producció.

Països desenvolupats: tipus d'interès oficials



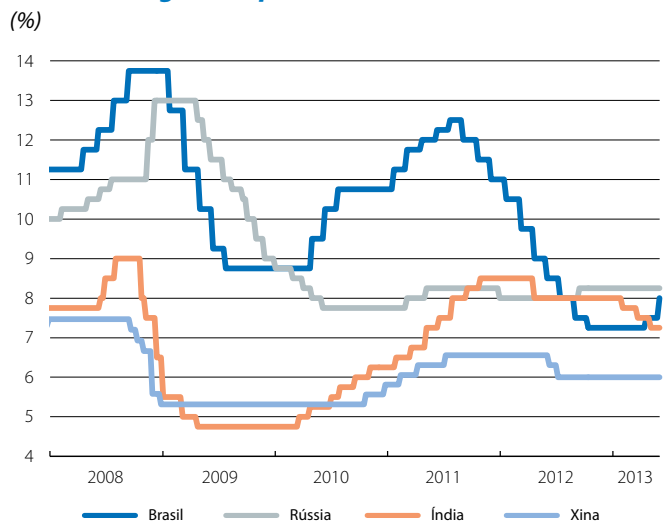
Font: Bloomberg.

Tipus d'interès euríbor



Font: Bloomberg.

Països emergents: tipus d'interès oficials



Font: Bloomberg.

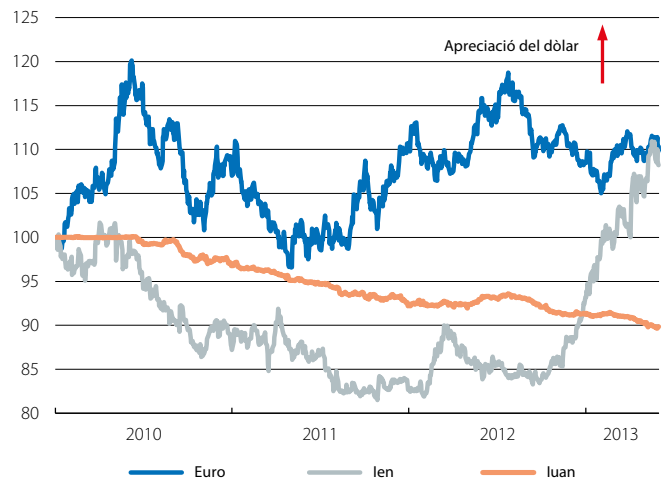
El Japó experimenta una forta volatilitat al mercat de bons, el ien i la borsa. La inestabilitat del ien (que s'ha apreciat) i les accions (que han reculat) semblen les correccions lògiques després dels ràpids i ininterromputs moviments que van tenir lloc en els mesos previs. No obstant això, la inestabilitat al mercat de bons és més intrigant. La interpretació benèvola és que respon a factors tècnics passatgers. Una altra, més preocupant, considera que és reflex de la pèrdua de confiança dels inversors en l'eficàcia de l'*Abenomics*. Apel·lant a la primera, que certament sembla més plausible, el Banc del Japó va comunicar que incrementarà la freqüència de les compres de bons per establir el mercat.

La crisi de la zona de l'euro travessa una etapa de treva, però la resolució no està assegurada. La cotització de l'euro, els *spreads* sobirans de la perifèria i les primes de risc dels bons bancaris s'han mantingut relativament fermes, malgrat l'augment de la inestabilitat global. En concret, el diferencial espanyol en relació amb el bo alemany a 10 anys ha fluctuat en un estret rang al voltant dels 290 punts bàsics. El lleuger deteriorament que ha tingut lloc en la part final del mes obeeix als factors externs abans esmentats, i no a un deteriorament de les condicions internes.

Els inversors acullen de forma favorable les actuacions polítiques, algunes ja efectives i altres esperades. D'una banda, sembla que la reorientació cap a «més reformes i menys austeritat» en el disseny de la política econòmica compta amb el beneplàcit del mercat, si més no d'entrada. En segon terme, la continuïtat dels avanços cap a una UEM reforçada institucionalment dóna suport a la percepció de la irreversibilitat de l'euro. En aquest front, s'aproxima una cita clau: el Consell Europeu del 27 de juny, que ha de donar un impuls definitiu a la unió bancària. També s'apropa el període preelectoral a Alemanya (els comicis seran al setembre). Finalment, continua viva la confiança en les mesures del BCE. Al maig, va retallar el tipus oficial fins al 0,50%, i ara s'espera la utilització d'instruments no convencionals que permetin millorar el finançament de les pimes. La propera reunió del Consell de Govern serà el 6 de juny.

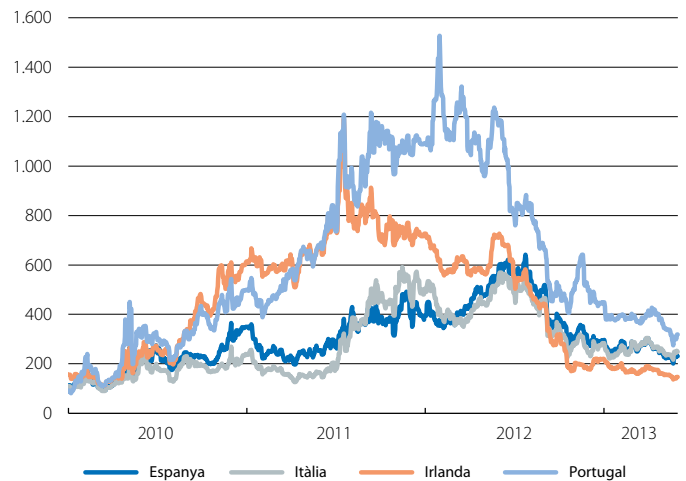
Tots aquests esforços podrien ser estèrils si no millora l'activitat econòmica. D'entrada, podrien reparèixer els dubtes sobre la sostenibilitat del deute en alguns països. Per desgràcia, Espanya no està entre els més ben situats ara que la ràtio de deute sobre el PIB voreja el 90% i l'objectiu de dèficit és del 6,5%. A més a més, les tensions socials augmentarien, no ja a la perifèria, sinó en països del centre com França, i posarien de nou a prova el compromís polític amb l'euro. Atès el nostre escenari de recuperació gradual tant al conjunt de la regió com a Espanya, que ja aviat començarà a ser perceptible, aquests riscos no es materialitzaran, i les pautes bàsiques dels mercats seran benignes fins al final de l'any: estabilitat dels tipus monetaris (l'euríbor a 12 mesos s'ha situat lleugerament per sota del 0,50%) i de les *yields* alemanyes i de l'euro i represa de la tendència alcista de les borses.

Cotització de l'euro, del ien i del iuan enfront del dòlar
(Gener 2010 = 100)



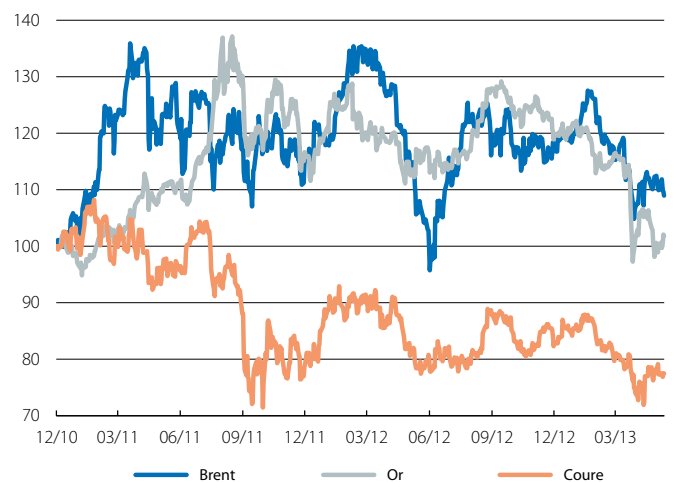
Font: Bloomberg.

Primes CDS del deute públic
(Punts bàsics)



Font: Bloomberg.

Evolució del preu del petroli, de l'or i del coure
(Desembre 2010 = 100, dòlars)



Font: Bloomberg.