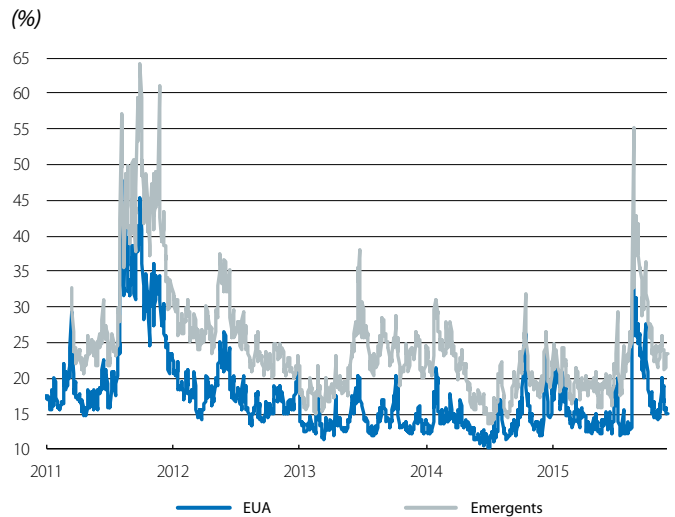


## CONJUNTURA · Les borses reflexionen abans de les pujades de tipus

To constructiu als mercats mentre es preparen per al desacoblament entre la Fed i el BCE. L'aversió al risc dels últims mesos s'ha reduït, gràcies a una menor incertesa sobre el creixement de les economies emergents i a la major concreció de la Fed sobre l'estratègia de normalització monetària. Les últimes dades macroeconòmiques dels EUA han reforçat notablement l'expectativa que el banc central nord-americà finalment decideixi pujar el tipus d'interès oficial a la reunió del desembre. Al seu torn, el BCE ha reiterat la seva disposició a aprovar més estímuls monetaris al començament de desembre, la qual cosa ha consolidat l'enfortiment del dòlar. S'espera que, en les reunions del BCE i de la Fed del desembre (el 3 i el 16, respectivament), es materialitzi aquesta divergència de la política monetària a les dues bandes de l'Atlàntic. Aquesta circumstància comportarà nous descensos del canvi dòlar/euro i l'ampliació del diferencial entre el rendiment del bo a 10 anys nord-americà i l'equivalent alemany. En aquest sentit, preveiem que la normalització monetària serà molt gradual i que tindrà un impacte limitat en les valoracions, actualment elevades però no necessàriament sobrevalorades. Tot i que l'entorn per a la renda variable nord-americana encara permet un cert marge a l'alça, s'anticipen rendiments borsaris més moderats que en cicles anteriors, amb una certa acceleració a Europa (vegeu l'article del Dossier «2016: reptes i oportunitats en un entorn financer global exigent»). En el cas dels emergents, el focus es manté centrat a la Xina, on els riscos de l'escenari econòmic continuen esbiaixats a la baixa. Així i tot, pensem que el paper actiu de les autoritats locals en matèria de política econòmica al llarg del 2016 continuarà limitant de forma efectiva els focus de risc que pesen sobre l'economia xinesa.

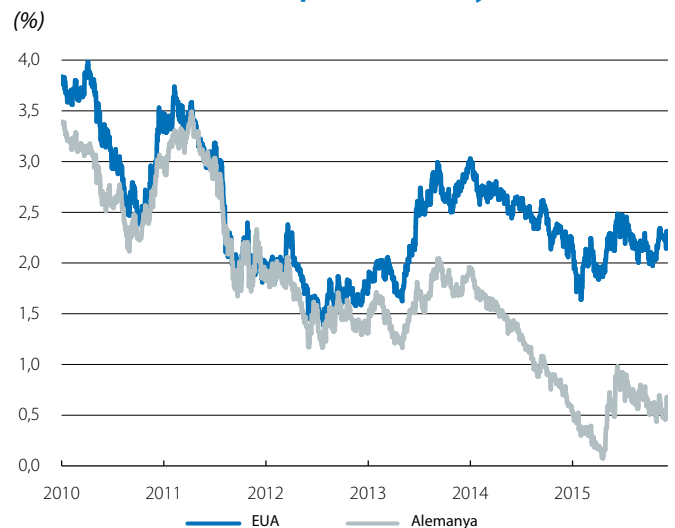
**Als EUA, el ritme d'increment dels tipus és el factor dominant, al mateix temps que la data d'inici de la normalització perd importància relativa.** A la robustesa de les últimes dades macroeconòmiques, es va afegir la publicació de les actes de la reunió de l'octubre de la Fed, que van revelar una disposició majoritària a iniciar la normalització monetària. En aquest context, els mercats han incrementat de forma significativa la probabilitat que assignen a aquest esdeveniment, que ha passat del 35% a l'octubre al 76% al final de novembre. Els inversors centren ara l'atenció en la velocitat a la qual es produiran la resta de pujades fins que s'assoleixi un tipus d'interès d'equilibri, que la Fed situa en el 3,5%. L'expectativa del consens d'analistes contempla una tendència marcadament més gradual que en el cicle d'enduriment de les condicions monetàries anteriors. En particular, les projeccions de la Fed plantegen una pujada anual del tipus d'interès oficial de 0,9 p. p., en relació amb un increment mitjà anual d'1,7 p. p. (sobre aquesta qüestió, vegeu el Focus «Pujada del tipus oficial als EUA: aquest cop és diferent»).

### Volatilitat implícita als mercats financers



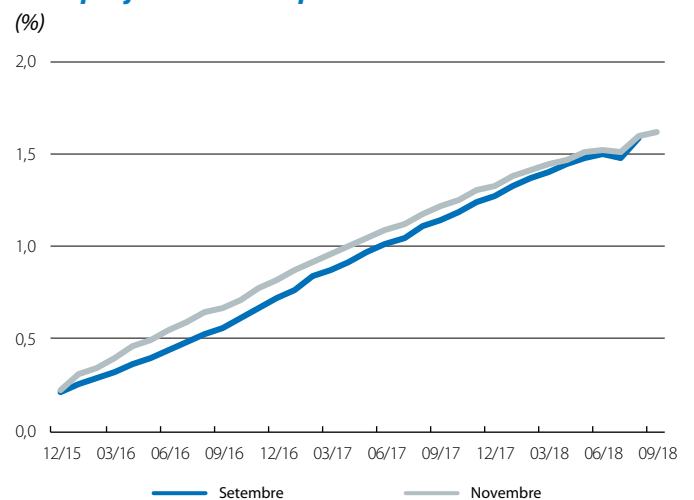
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Rendibilitats del deute públic a 10 anys



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### EUA: projeccions del tipus oficial de la Fed \*



Nota: \* Obtingudes a partir dels futurs sobre el fed funds rate.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Els inversors vigilen la inflació a la zona de l'euro i esperen la resposta del BCE.** Malgrat que els fonaments continuen apuntant a una recuperació econòmica gradual a la zona de l'euro, les expectatives d'inflació es continuen situant per sota de l'objectiu del BCE. Per aquest motiu, tot i que hi ha la possibilitat que l'entitat no mogui fitxa fins al 2016, els inversors confien cada vegada més en el probable anunci de més estímuls en la propera reunió del 3 de desembre. En aquest sentit, el mercat de derivats descompta una retallada de 10 p. b. en el tipus d'interès sobre els dipòsits. Convé apuntar que, malgrat que és poc probable que hi hagi canvis substancials en el programa de compra de bons (QE), es contempla la possibilitat que el BCE amplii l'abast del QE mitjançant la inclusió de títols de deute regionals i locals.

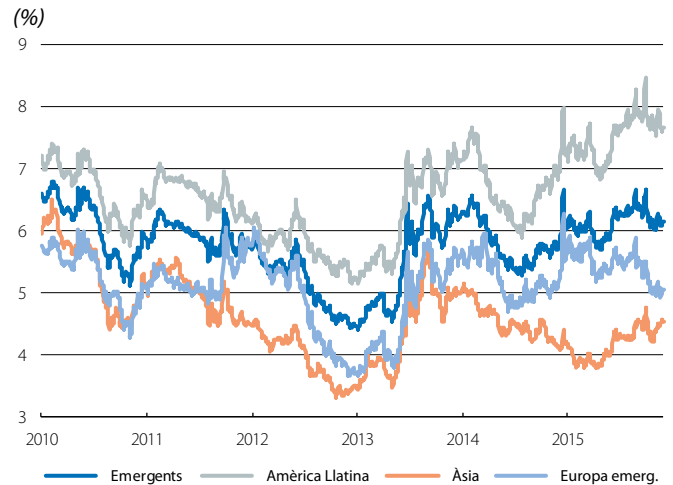
### L'efecte BCE s'imposa al mercat europeu de deute sobirà després del repunt de les *yields* originat pels plans de la Fed.

La preocupació per la resposta de la part llarga de la corba de tipus nord-americana ha remès en certa mesura. Sembla que el rendiment del bo nord-americà a 10 anys reacciona amb flexibilitat als diversos esdeveniments que solen condicionar-ne l'evolució i, al novembre, ha augmentat 6 p. b., fins a situar-se en el 2,23%. El repunt de la rendibilitat dels bons nord-americans va pressionar a l'alça les *yields* sobiranes europees. No obstant això, l'efecte de l'anunci de Mario Draghi i dels posteriors missatges de diversos membres del BCE sobre possibles estímuls addicionals es va acabar imposant i va dur el diferencial entre el *bund* alemany i el seu homòleg nord-americà a 1,8 p. p., un dels nivells més alts des de la crisi. Al seu torn, les primes de risc perifèriques s'han relaxat sensiblement, de la mateixa manera que l'*spread* entre el bo espanyol i l'italià a 10 anys, que s'ha reduït a 10 p. b. en relació amb els 25 p. b. observats cap a la meitat de novembre. No obstant això, és probable que l'evolució relativa del deute espanyol sigui menys favorable en les jornades prèvies als comicis electorals a Espanya. Així i tot, no esperem l'aparició de tensions d'envergadura després del resultat de les urnes.

**S'esvaeix la volatilitat procedent dels mercats emergents, però continuen sota el radar inversor.** Per bé que la transició a la Xina cap a un model econòmic més basat en el consum i en els serveis ha ofert algunes dades d'activitat mixtes, la majoria d'indicadors s'han estabilitzat de forma considerable. En aquest context de desaceleració controlada, és molt probable que el banc central xinès decideixi imprimir més laxitud mitjançant rebaixes addicionals dels tipus oficials, sobretot si, com sembla, la inflació es manté en cotes baixes. D'altra banda, l'FMI ha emès un dictamen favorable per incloure el iuan en la seva cistella de divises de referència. La decisió de l'organisme representa, d'una banda, un reconeixement a les mesures del Govern xinès per dotar les forces del mercat d'un major protagonisme. De l'altra, és un clar incentiu perquè les autoritats xineses continuïn avançant en aquesta direcció.

**Els parquets internacionals frenen l'escalada de l'octubre i es qüestiona l'assoliment dels màxims anuals.** Al novembre, les borses han navegat amb lleugers avanços i amb algun episodi

### Rendibilitat del deute públic dels països emergents\*



Nota: \* Bons denominats en dòlars.

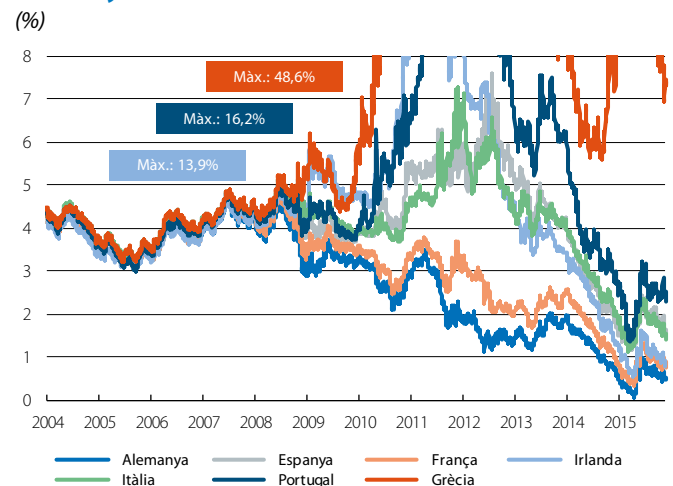
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

### Zona de l'euro: expectatives d'inflació a cinc anys vista a cinc anys vista



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Zona de l'euro: rendibilitat del deute públic a 10 anys



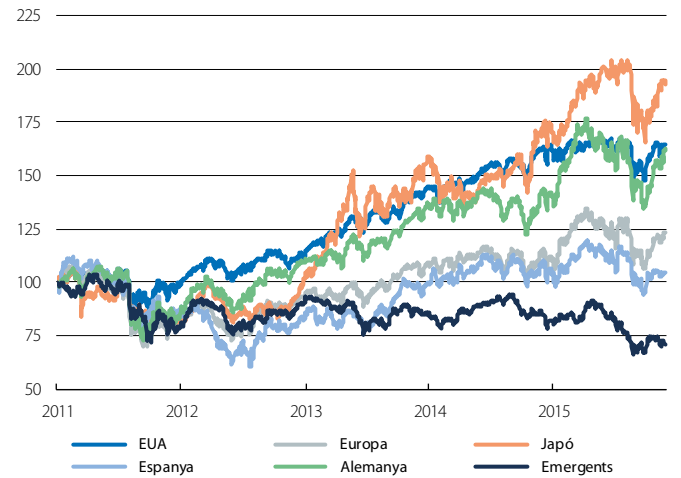
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

de volatilitat. El ral·li de l'octubre va anar seguit dels dubtes de les dades mixtes de la Xina i de la incertesa generada pels atemptats de París. Avui dia, continuen sense recuperar-se els màxims anuals que les borses desenvolupades van assolir a la primavera. Al bloc emergent, la renda variable continua patint correccions considerablement superiors a les de les borses desenvolupades. El tancament de la campanya de beneficis va confirmar que la crisi de les primeres matèries ha pesat significativament sobre els resultats, tant a Europa com, sobretot, als EUA, on el benefici per acció (BPA) va recular el 5% interanual, però, sense el sector energètic, va augmentar el 2%. Les empreses de la zona de l'euro van registrar el creixement més intens en BPA de totes les economies avançades (el 2% o el 6% sense el sector energètic) i continuen donant motius per esperar la materialització d'un cicle sòlid de rendiments borsaris. Per a la resta de l'any, s'espera un cert impacte positiu pels anuncis d'importants repartiments de dividends. L'elevada valoració dels actius nord-americans en relació amb els europeus manté el major atractiu relatiu de les borses europees enfront de la nord-americana.

**La fortalesa del dòlar i l'agonia de les primeres matèries condicionen l'evolució de les divises emergents.** L'euro va assolir, al novembre, el nivell més baix en relació amb el dòlar des de l'estiu i ha arribat a cotitzar per sota dels 1,06 dòlars, apropant-se als mínims en 10 anys. Les posicions curtes sobre l'euro al mercat de futurs i opcions han augmentat de forma considerable durant els mesos d'octubre i novembre, situació coherent amb les expectatives de les estratègies divergents de la Fed i del BCE. Les divises emergents, per la seva banda, es mantenen a l'aguait de l'evolució de les primeres matèries i de la pujada de tipus als EUA. Al mercat de primeres matèries, les principals *commodities* (petroli, coure i zinc) han rebotat breument a l'octubre i han reprès la tendència del seu particular cicle a la baixa.

**Principals borses internacionals**

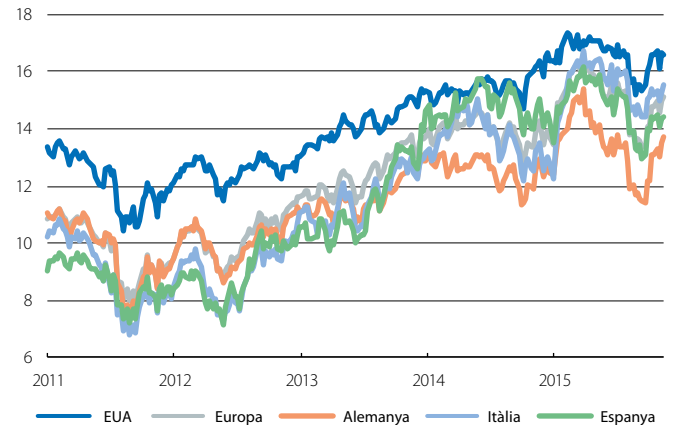
Índex (100 = gener 2011)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Borses internacionals: ràtios preu/beneficis (PER) \***

(Ràtio)



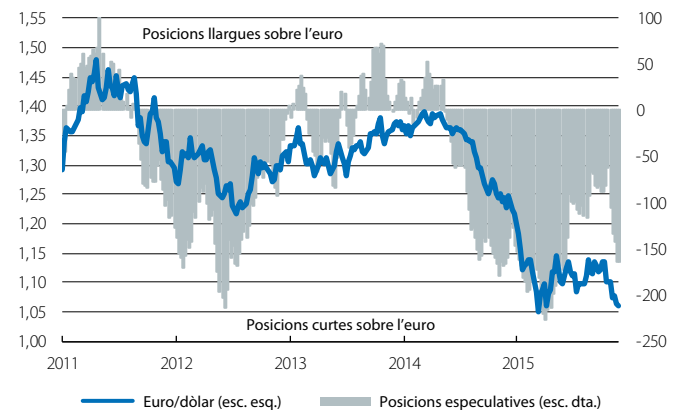
Nota: \* Ràtios calculades amb els beneficis estimats pel consens d'analistes a 12 mesos vista.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Divises: posicions especulatives sobre l'euro/dòlar**

(Dòlars per euro)

(Milers de contractes)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.