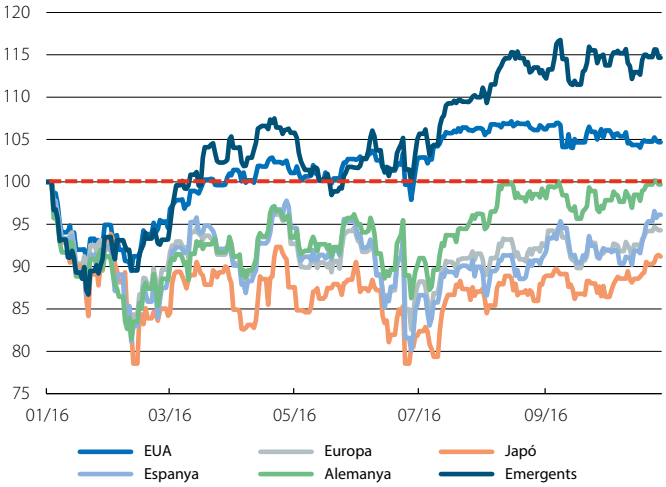
CONJUNTURA · Tipus d'interès i expectatives d'inflació a l'alça, borses en mode espera

Els mercats mantenen la calma en un context complex. Els principals focus d'atenció continuen sent les actuacions de política monetària que duran a terme els principals bancs centrals a curt i a mitjà termini; el risc polític; la fortalesa del quadre macro, i la resistència del sector bancari europeu. Durant l'últim mes, els senyals rebuts en aquests fronts, amb més o menys intensitat, han estat positius. Així, el mercat digereix sense grans ensurts la més que probable pujada del *fed funds rate* al desembre. A més a més, l'augment de les *yields* sobiranes que això comporta beneficia les cotitzacions del sector bancari, que han anotat una recuperació notable durant el mes d'octubre. Al front macro, les dades publicades han tendit a reforçar l'escenari d'acceleració dels emergents i de l'economia nord-americana, d'acord amb les previsions de CaixaBank Research. De tota manera, també a tots els fronts esmentats, els riscos es mantenen relativament elevats. A curt termini, al front polític, l'atenció se centra en el resultat de les eleccions als EUA i en el referèndum d'Itàlia, i, pel que fa a la política monetària, el mercat espera amb ansietat la reunió del BCE del desembre, en què s'haurà de concretar si s'allarga el programa de compra de deute (QE) a la zona de l'euro.

El BCE manté el suspens sobre el futur del QE fins al desembre. La reunió del 20 d'octubre del Consell de Govern (CG) del BCE no va oferir grans novetats. Els paràmetres de la política monetària es van mantenir sense canvis: el tipus refi es va mantenir en el 0,0%; la taxa de la facilitat marginal de crèdit, en el 0,25%, i la remuneració de la facilitat de dipòsit, en el –0,4%. No obstant això, l'atenció dels inversors es va centrar en els ajustos que es podien anunciar en el QE. Oficialment, el QE es mantindrà fins al març del 2017, però tot fa pensar que s'allargarà. Les incògnites eren, i continuen sent, fins quan i amb quins instruments. En concret, Mario Draghi va declarar que el CG no havia debatut una eventual ampliació del programa, però va reconèixer que continuava avaluant possibles ajustos per assegurar una implementació apropiada fins al març del 2017 o més enllà si fos necessari. També va apuntar que considera poc probable una interrupció abrupta de les compres d'actius. Finalment, va assenyalar que un altre element que pot influir en la decisió d'ampliar el QE és l'actualització de les previsions econòmiques que el BCE realitzarà al desembre. Els mercats continuen mantenint com a escenari base una pròrroga del programa, però hi ha molta incertesa sobre com es farà i fins a quin termini. En aquest context, la propera reunió del CG, prevista per al 8 de desembre, està marcada en negreta a les agendes de tots els analistes i operadors de mercats, i, sigui quina sigui la decisió que adopti el BCE, haurà de ser explicada amb tota classe de detalls si no vol afectar la seva credibilitat i generar un nou repunt de la volatilitat.

Principals borses internacionals

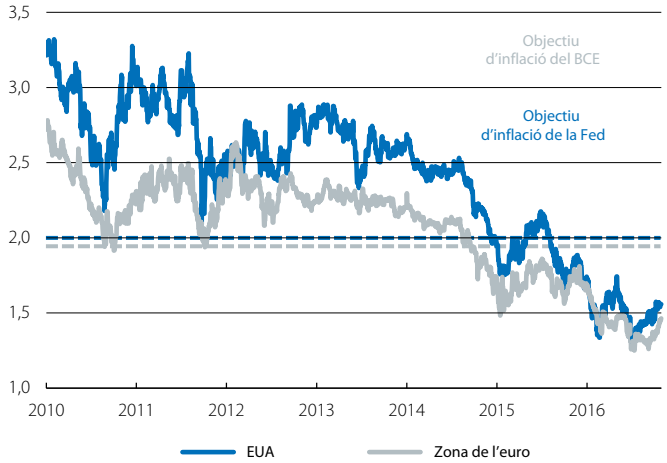
Índex (100 = gener 2016)



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

*Expectatives d'inflació: * EUA i zona de l'euro*

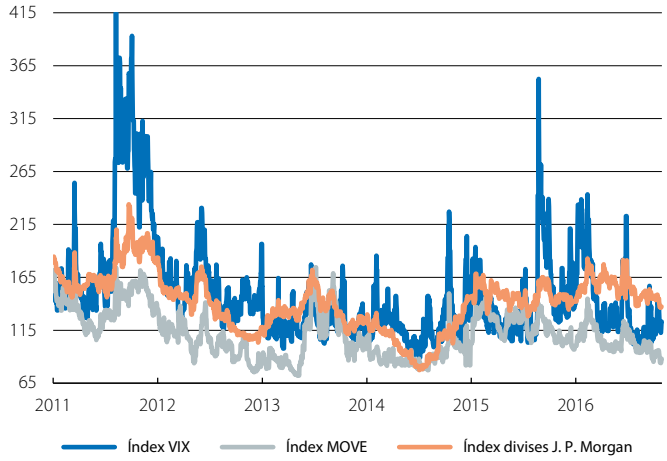
(%)



Nota: * Swaps *d'inflació, expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Volatilitat implícita: renda variable, deute públic i divises

Índex (100 = gener 2007)



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

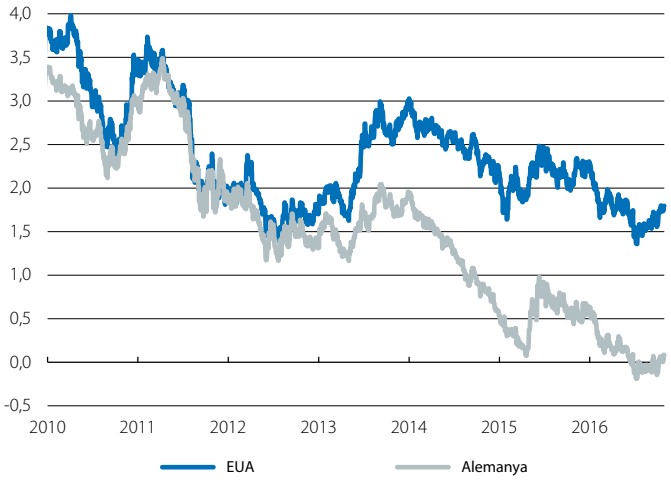
En canvi, la Fed prepara amb antelació i amb encert el mercat per a la propera pujada de tipus al desembre. Els vents bufen a favor de la Fed, ja que el conjunt d'indicadors dóna suport a la propera pujada de tipus. Tant els indicadors d'activitat com els de preus evidencien que la trajectòria ascendent de la inflació es mantindrà en els propers mesos, i això ha propiciat que les expectatives d'inflació s'hagin recuperat de manera notable en les últimes setmanes. Atesos aquests indicadors, la Fed deixa que el mercat incorpori, en les valoracions dels actius, que la propera pujada de tipus s'efectuarà en el mes de desembre. A més a més, el mercat també ha incorporat en les valoracions una major tolerància de la Fed a un eventual repunt de la inflació. Tot plegat impulsa les rendibilitats del deute sobirà a l'alça. El retorn del bo nord-americà a 10 anys va augmentar en 23 p. b. a l'octubre, fins a l'1,83%. La recuperació del mercat monetari també és notable, tot i que, en aquest cas, una part de l'augment de les rendibilitats és deguda, també, a certs ajustos tècnics en el funcionament d'aquest mercat. Com és habitual, el canvi d'expectatives sobre l'actuació de la Fed també afecta els actius de la zona de l'euro, amb alces en les rendibilitats de la renda fixa i en el mercat monetari europeu, tot i que de menor magnitud. Per exemple, el bo alemany a 10 anys es va situar en el 0,16% i l'euríbor a 12 mesos va pujar fins al –0,07%. La contrapartida ha estat la menor valoració dels índexs de renda fixa, en particular els de venciments més llargs. Als EUA i a la zona de l'euro, els índexs de bons sobirans amb un venciment entre 1 i 10 anys han perdut, de mitjana, el 0,65% en l'últim mes, i els de venciments superiors a 10 anys, més sensibles als canvis dels tipus d'interès, han pujat el 4%.

La renda variable es beneficia de la millora de l'entorn macro i de la bona campanya de resultats. Pel que fa a aquest últim factor, cal dir que, en general, els resultats de les principals empreses nord-americanes i europees sorprenen en positiu. En concret, els beneficis de les 276 companyies de l'S&P 500 que han publicat els comptes van registrar una pujada del 3,4% interanual. A Europa, on gairebé la meitat de les empreses de l'Eurostoxx han presentat els resultats del 3T, els beneficis van pujar el 33%, gràcies, sobretot, a la forta millora al sector del consum i al bon funcionament del sector bancari. Així, l'Eurostoxx va avançar l'1,1% a l'octubre. La millora de la rendibilitat del sector bancari és deguda, en gran part, al major pendent de les corbes sobiranes, ja que s'espera que això tingui un impacte positiu sobre els marges del sector. Així, el subíndex bancari de l'S&P 500 va anotar un avanç del 4,7% a l'octubre, mentre que l'homòleg europeu va registrar un augment del 12,8%.

El mercat creditici es manté estable. Aquesta dinàmica s'observa a les dues bandes de l'Atlàntic i a les diferents classes d'actius. Per exemple, les primes dels CDS, tant les de deute corporatiu amb qualificació d'inversió (IG) com les de l'especulatiu, han efectuat moviments laterals sense grans fluctuacions. Sense cap mena de dubte, un dels principals elements de fons que sosté aquest patró és la creença que la política monetària dels principals bancs centrals es mantindrà molt acomodatícia

Rendibilitats del deute públic a 10 anys

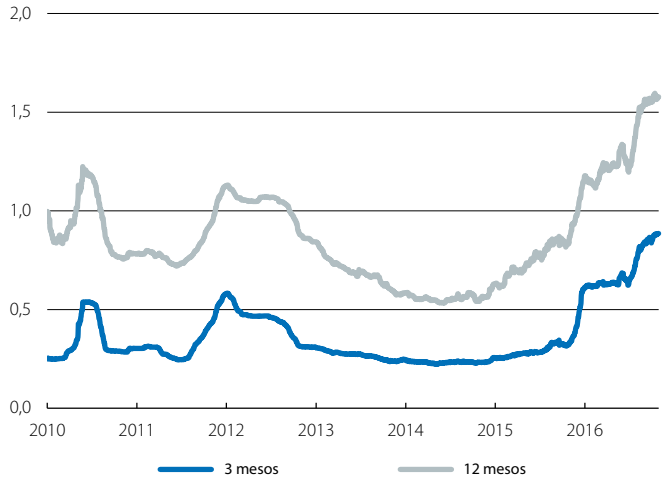
(%)



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

Tipus interbancaris: líbor en dòlars

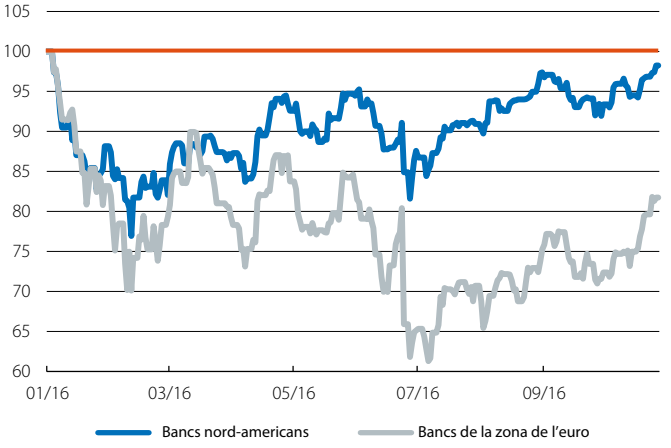
(%)



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

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

Índex (100 = gener 2016)



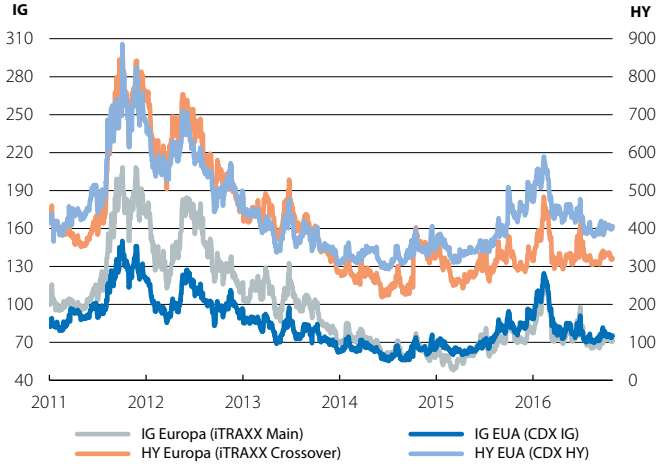
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

durant un període llarg de temps. En aquest context, un dels elements que ha sorprès en els últims mesos és la frenada en el ritme d'emissions en euros, atribuïda, en part, al repunt de la incertesa política a la zona de l'euro, i que, per tant, és percebuda com un fenomen temporal, ja que la política monetària del BCE continuarà sent molt acomodatícia en els propers trimestres. No obstant això, més enllà de les condicions financeres favorables, la peça que continua faltant perquè el mercat de crèdit s'enlairi de forma sostinguda és una recuperació més vigorosa de la inversió empresarial, que fins avui es mostra més tímida del que és habitual. En aquest sentit, destaca la bona evolució que ha tingut als EUA en el 3T, amb un creixement del 0,3% intertrimestral en termes reals, una xifra que ha aixecat una mica l'ànim al món inversor.

Els mercats emergents es prenen un respir en la seva escalada. L'índex MSCI Emerging Markets només va avançar el 0,2% a l'octubre, però, des del gener fins a l'octubre d'enguany, acumula ja un augment del 14%. Com es descriu amb detall al Focus «Borses dels països emergents: el torn dels factors interns», del present *Informe Mensual*, dos factors impulsen els mercats emergents. D'una banda, el manteniment d'una política monetària més expansiva per part de la Fed (en relació amb el que s'esperava uns mesos enrere). De l'altra, la millora de les condicions macroeconòmiques. Així, s'espera que el primer factor deixi de sumar en els propers mesos. De fet, les *yields* sobiranes dels principals països emergents han experimentat un lleuger repunt en les últimes setmanes, i és probable que també l'experimentin les *yields* dels bons corporatius en els propers mesos, tot i que, ara com ara, s'han mantingut estables. Així, la gran incògnita és si el segon factor podrà agafar el relleu. Segons les previsions de CaixaBank Research i del conjunt d'analistes, això hauria de ser així, però els riscos són elevats. En qualsevol cas, cal recordar que, en l'actualitat, el bloc emergent és molt heterogeni. Al flanc feble, trobem països com el Brasil i Rússia, que es mantenen en recessió, tot i que ja comencen a veure la llum al final del túnel. La Xina es troba en un punt intermedi, immersa en el procés de canvi de model productiu, que comporta una desacceleració gradual del creixement, però els riscos de fons continuen sent de primera magnitud (*boom* immobiliari, deute corporatiu...). A l'extrem positiu, hi ha l'Índia, que manté un ritme de creixement envejable, superior al 7%.

Europa i EUA: primes CDS per grau creditici

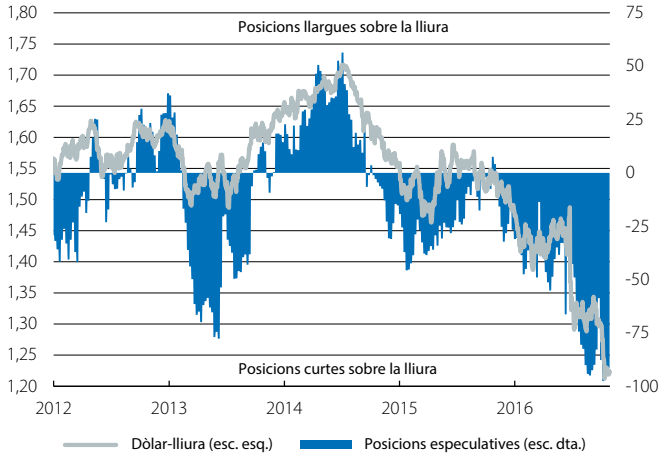
(p. b.)



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

Divises: posicions especulatives sobre el canvi dòlar-lliura

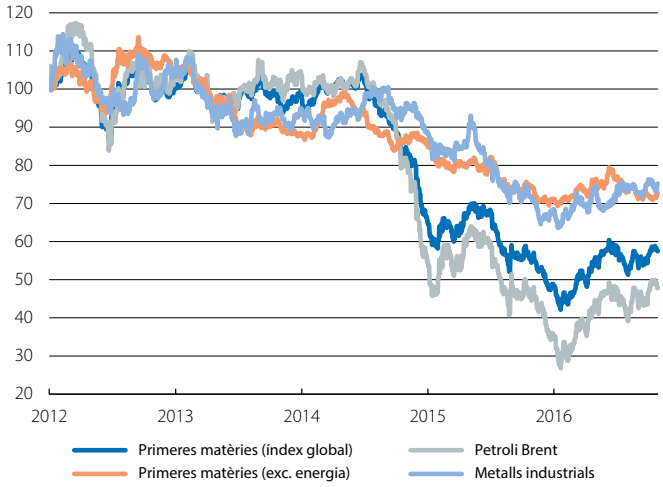
(Dòlars per euro) *(Milers de contractes)*



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

Primeres matèries

Índex (100 = gener 2012)



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