

CONJUNTURA · Els mercats internacionals es posicionen davant el nou entorn financer global

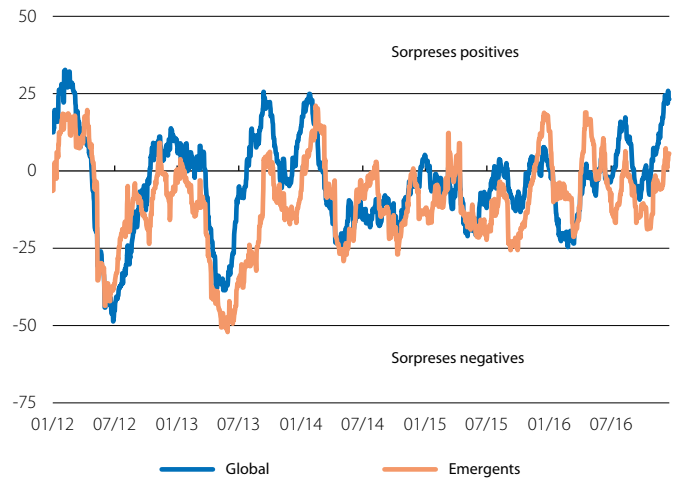
Els mercats internacionals es continuen ajustant als esdeveniments polítics recents. L'evolució dels mercats internacionals al llarg de les últimes setmanes ha continuat dominada per l'impacte de la victòria de D. Trump. Si la perspectiva de més estímuls fiscals ha beneficiat de manera particular els actius de renda variable als EUA, els dubtes sobre les polítiques de la nova Administració nord-americana continuen pesant sobre els actius emergents. A Europa, la negativa al referèndum italià no ha bloquejat el procés de reestructuració del sector bancari com es temia, la qual cosa ha donat suport al fort rebot de la banca a les principals places europees. Finalment, en el pla de la política monetària, els principals bancs centrals van actuar en línia amb les expectatives del mercat: la Reserva Federal (Fed) va augmentar el *fed funds* en 25 p. b. i el BCE va allargar el QE fins al desembre del 2017.

Cap a un entorn financer global menys acomodatiu. Un dels principals canvis al qual s'haurà d'adaptar el mercat és l'ajust del *policy mix* als EUA, amb una política fiscal més expansiva i amb una política monetària una mica més restrictiva. Malgrat que ja s'han començat a dibuixar les principals implicacions d'aquest canvi, diversos focus d'incertesa continuen oberts. En particular, la magnitud de l'impuls fiscal i l'impacte d'altres polítiques que podria implementar la nova Administració (per exemple, en l'àmbit comercial). Pel que fa a la política monetària, els focus d'incertesa han disminuït, i el millor alineament entre les projeccions de la Fed i les expectatives del mercat que s'ha produït últimament, juntament amb el manteniment d'un escenari de pujada de tipus molt gradual, redueix el risc d'ajustos abruptes. En general, aquest nou entorn hauria de ser més favorable per als mercats de renda variable que per als de renda fixa i, en qualsevol cas, sembla més desafiador per als actius emergents. Així i tot, l'evolució de les principals dades macroeconòmiques, que s'han mostrat relativament robustes, fa pensar que els actius financers afronten el nou entorn financer global, cada vegada menys acomodatiu, amb un suport relativament sòlid.

El BCE anuncia un ajust del programa de compra d'actius per mantenir el grau acomodatiu de la política monetària. En la reunió del desembre, el Consell de Govern (CG) de la màxima autoritat monetària de la zona de l'euro va decidir allargar el QE fins al desembre del 2017 i reduir el ritme de compra d'actius des dels 80.000 milions mensuals actuals fins als 60.000 milions a partir de l'abril del 2017. A més a més, el BCE va introduir uns ajustos tècnics en el QE que consisteixen a incloure en el programa de compra d'actius els títols amb un venciment entre un i dos anys i, de manera puntual, els actius amb una rendibilitat inferior al tipus d'interès de la facilitat de

Índex de sorpreses econòmiques

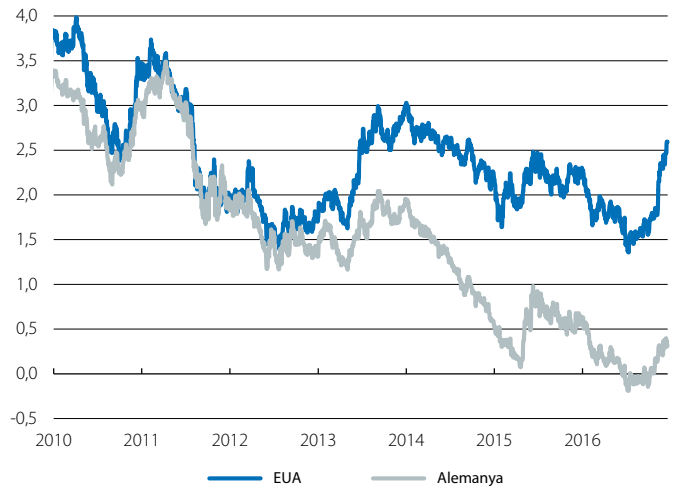
Nivell



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

Rendibilitats del deute públic a 10 anys

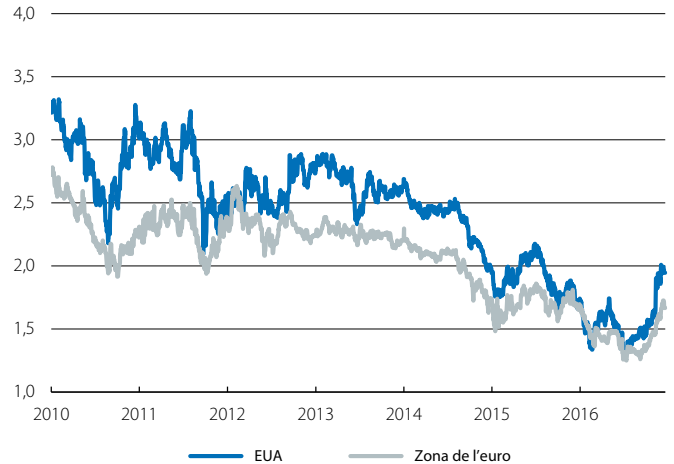
(%)



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

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.

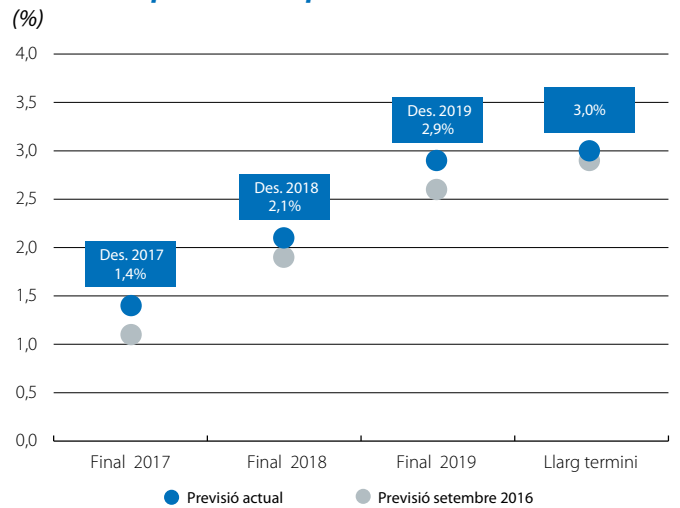
dipòsit. A més a més, Draghi va emfatitzar que no s'estava implementant un *tapering*, ja que els ajustos adoptats no consistien en una reducció gradual del volum de compres. El president del BCE va explicar, també, que no s'havia contemplat la possibilitat de posar fi al QE i que l'opció d'ampliar el volum de compres o d'allargar el programa es mantenia oberta. Els mercats financers van acollir de forma favorable aquests anuncis, amb pujades a les borses europees, en particular en les cotitzacions del sector bancari, davant la perspectiva d'un major pendent de la corba de tipus.

La Fed reprèn el procés de normalització del tipus d'interès oficial. Així, un any després de la primera pujada de tipus en vuit anys, la Fed va anunciar un augment de 25 p. b. del tipus oficial, fins a l'interval 0,50%-0,75%, tal com s'esperava. Els membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) van donar suport a aquesta decisió, atesa la fermesa mostrada pels diferents indicadors d'activitat i pel mercat de treball nord-americà, i confiant que aquestes tendències tindran continuïtat en el futur. No obstant això, el principal focus d'atenció d'aquesta reunió es va situar en les pistes que la Fed podia oferir sobre el ritme de pujades del tipus rector en els propers trimestres. En concret, els membres del FOMC esperen ara tres pujades el 2017, mentre que les projeccions publicades al setembre en contemplaven només dues. Per tant, malgrat aquest lleuger canvi, es continua esperant que la Fed normalitzi les condicions monetàries de manera molt gradual. Un dels factors que pot alterar aquesta previsió és la valoració que faci la Fed de l'impacte sobre el creixement i la inflació de la nova política econòmica que durà a terme l'Administració Trump. Una incògnita que la Fed desvetllarà a mesura que els anuncis fets per D. Trump es vagin transformant en mesures concretes.

El mercat de renda fixa sobirana nord-americana continua immers en una fase de correcció. Després del fort rebot provocat per la victòria de Trump, les rendibilitats dels bons sobirans nord-americans, en particular les rendibilitats a llarg termini, han mantingut l'ascens, tot i que de forma més pausada. Lluny de frenar aquesta tendència, els missatges de la Fed han servit de catalitzador per empènyer les rendibilitats cap a nivells més elevats. Així, en la segona part de desembre, la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a 10 anys es va situar al voltant del 2,5%, el nivell més alt des de mitjan 2014. La perspectiva d'un canvi de política econòmica, amb un major pes dels estímuls fiscals, continua sent el principal factor que justifica el repunt de les rendibilitats sobiranes als EUA. Però, en les últimes setmanes, altres factors, com la solidesa dels indicadors d'activitat o el repunt del preu del petroli, també han donat suport a aquesta dinàmica alcista.

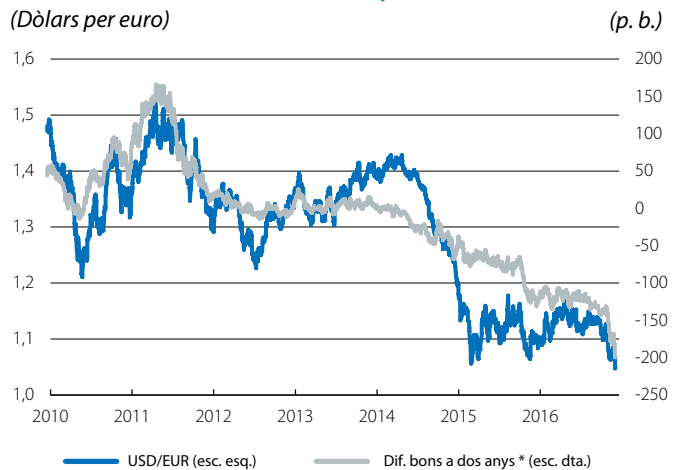
El dòlar s'aprecia amb força enfront de l'euro i les divises emergents mostren senyals d'estabilització. El canvi dòlar-euro s'ha acostat a la paritat i ha assolit el nivell mínim des del 2003, principalment davant la perspectiva d'una divergència perllongada entre la política monetària dels EUA i de la zona de l'euro. En canvi, les monedes emergents han mostrat senyals d'estabi-

EUA: nivell previst del tipus d'interès oficial *



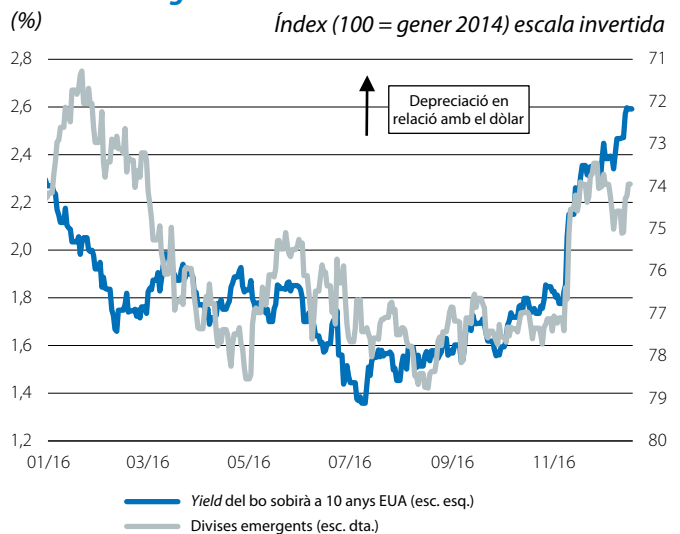
Nota: * Mitjana de les projeccions dels membres del FOMC de la Reserva Federal.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

Tipus de canvi dòlar-euro i diferencial de rendibilitat del bo a dos anys



Nota: * Diferencial entre el bo alemany i el nord-americà a dos anys.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Divises emergents i renda fixa als EUA



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

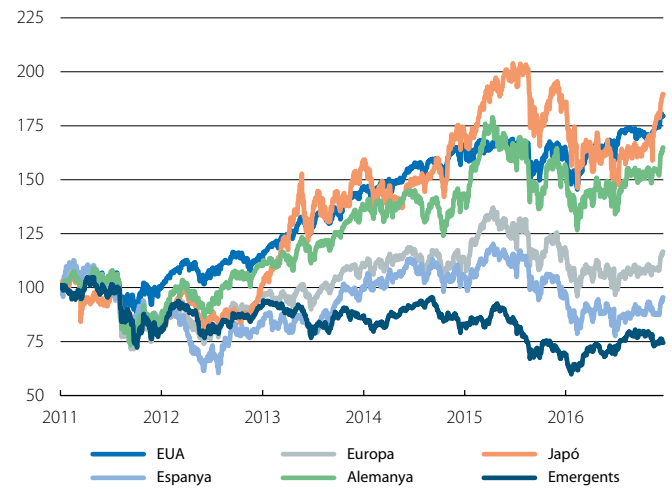
lització enfront del dòlar després de la forta correcció posterior a la victòria de Trump. El rebot del preu del petroli i el descens de l'aversió al risc fins a cotes mínimes són els principals factors que han propiciat aquesta estabilització. No obstant això, en els propers trimestres, l'alça dels tipus d'interès als EUA pot renovar la pressió sobre les divises emergents.

Les borses emergents continuen digerint la victòria de Trump mentre el sector bancari dona suport a les borses europees. Al contrari del que ha succeït a la majoria de les borses desenvolupades, la victòria de D. Trump continua penalitzant una gran part dels mercats emergents de renda variable. Malgrat una certa estabilització, les borses emergents s'han mantingut a la vora dels mínims assolits després de l'anunci del resultat electoral. Els dubtes sobre les polítiques que pot implementar la nova Administració nord-americana, en particular les comercials, són el principal factor que explica aquest estancament dels valors emergents. L'aclariment d'aquest focus d'incertesa i l'enduriment de les condicions financeres globals són els elements que determinaran el tarannà dels actius emergents en els propers mesos. Al bloc avançat, els tres principals índexs borsaris nord-americans (S&P 500, Nasdaq i Dow Jones) han assolit nous màxims històrics. A Europa, les borses han repuntat amb força arran de l'impuls del sector bancari, propiciat pels ajustos introduïts pel BCE en el QE i, sobretot, per l'esvaïment dels temors a un estancament del procés de resolució dels problemes de la banca italiana.

L'acord de l'OPEP propulsa el preu del petroli al seu nivell més alt des de l'estiu del 2015, amb el barril de qualitat Brent oscil·lant al voltant dels 55 dòlars. Aquest fort rebot del preu del cru va tenir lloc en dos temps. Primer, el 30 de novembre, amb l'anunci d'una disminució de la producció d'1,2 milions de barrils al dia per part dels països membres del càrtel. Segon, el 10 de desembre, amb la confirmació que uns altres 12 països productors de petroli no membres de l'OPEP (inclosa Rússia) se sumaven a l'acord i retallaven la producció en 600.000 barrils diaris. Més enllà dels ambiciosos objectius en la limitació de la producció, el lideratge de l'Àrabia Saudita i la implementació, per primera vegada, d'un mecanisme de control per assegurar el compliment de l'acord fan que sigui creïble i que, per tant, l'impacte sobre el preu del petroli pugui ser persistent. Així i tot, sembla que el recorregut a l'alça és relativament limitat a més llarg termini, ja que això podria facilitar l'entrada d'altres productors, en particular els de *shale* (per a més detalls, vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», d'aquest Informe Mensual).

Principals borses internacionals

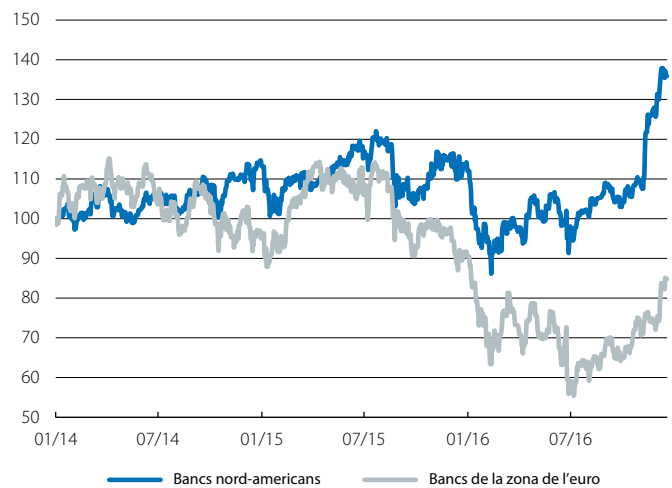
Índex (100 = gener 2011)



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

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

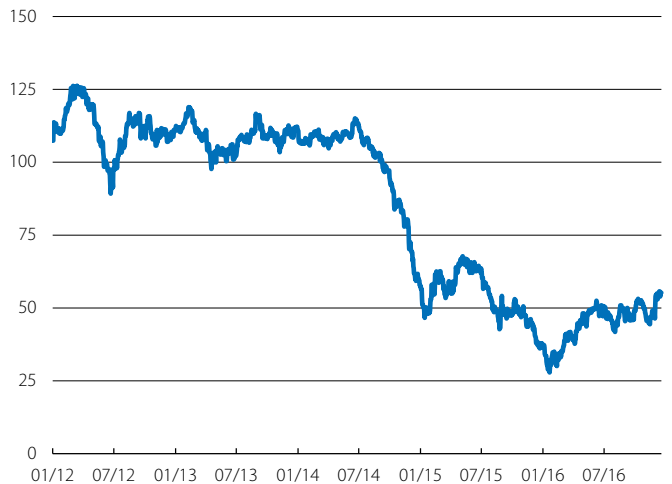
Índex (100 = gener 2014)



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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