

CONJUNTURA · Els mercats financers moderen lleugerament l'avanç

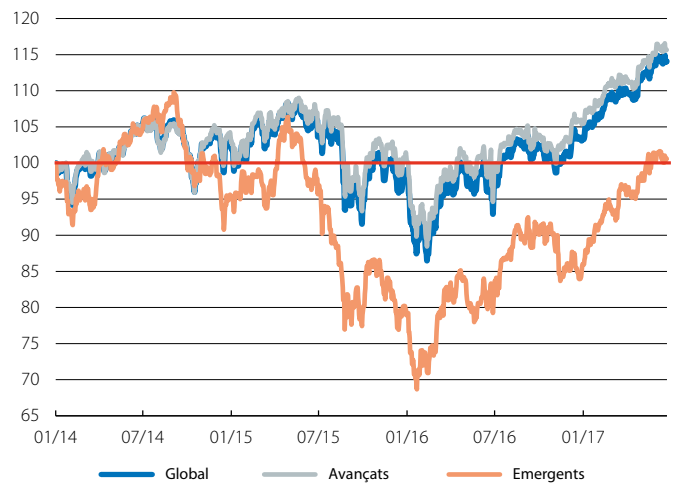
Els mercats internacionals mantenen un to globalment constructiu, tot i que lleugerament inferior al dels últims mesos i amb excepcions destacades. En un entorn que continua caracteritzat per una volatilitat històricament baixa, els principals actius de risc van mantenir un funcionament positiu. Els principals factors que van contribuir a aquesta pauta alcista van ser la disminució del risc polític, amb la victòria del partit de Macron en les legislatives de França, i la solidesa dels indicadors d'activitat econòmica. Ni la nova pujada de tipus de la Fed i l'anunci de l'inici de la reducció del seu balanç abans del final d'enguany ni la feblesa del preu del petroli han generat, ara com ara, grans preocupacions als mercats. Així i tot, el mal funcionament del sector financer va ser un factor de fre a Europa, i, al bloc emergent, va destacar la feblesa de les borses brasilera i russa.

El clima de placidesa de l'entorn financer global no està lliure de riscos i de focus d'incertesa. La lleugera desacceleració de les cotitzacions que hem observat en les últimes setmanes és un recordatori dels riscos presents en l'entorn financer mundial i crida a la cautela en relació amb l'evolució futura dels actius. En aquest sentit, quatre factors seran clau en els propers mesos. Primer, l'esvaïment dels dubtes sobre el nivell de maduresa del cicle econòmic nord-americà, alimentats per la feblesa recent de les dades d'inflació als EUA, serà de vital importància perquè els mercats nord-americans mantinguin la dinàmica positiva. Segon, les elevades valoracions dels actius de renda variable als EUA, amb els nous màxims assolits aquest mes per l'S&P 500, per exemple, continuen sent una font de preocupació mentre són sensibles a reajustaments del sentiment inversor. En aquesta línia, i malgrat que va ser continguda i relativament limitada en el temps, la caiguda dels valors del sector tecnològic al començament del mes és un senyal del potencial nerviosisme dels inversors en un context de cotitzacions elevades. Tercer, a Europa, les negociacions de la sortida del Regne Unit de la UE, que es van iniciar oficialment a mitjan juny, seran probablement una font d'incerteses per als mercats del Vell Continent. Finalment, la renovada feblesa del preu del cru, malgrat els esforços de l'OPEP per reduir l'excés d'oferta, pot tornar a constituir un risc important, en particular per al sector energètic i per als actius emergents.

El BCE pren nota de la major fermesa de l'activitat a la zona de l'euro i adopta un to amb un menor biaix acomodatiu. Sense introduir canvis en els paràmetres de la política monetària, el BCE va recollir la fortalesa de l'economia de la zona de l'euro en els últims trimestres. Això es va reflectir en les lleugeres millores que la institució va introduir de nou en les previsions de creixement i amb les quals el BCE va justificar un menor biaix acomodatiu en la seva comunicació. Així i tot, el BCE manté dubtes sobre la recuperació de la inflació a mitjà termini,

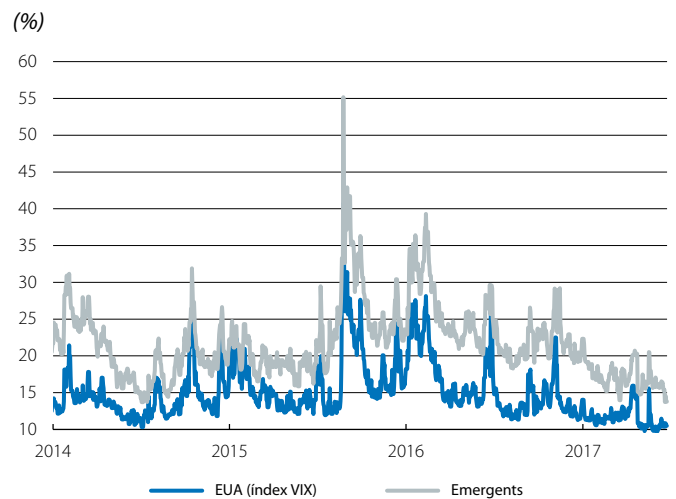
Borses internacionals per geografia

Índex (100 = gener 2014)



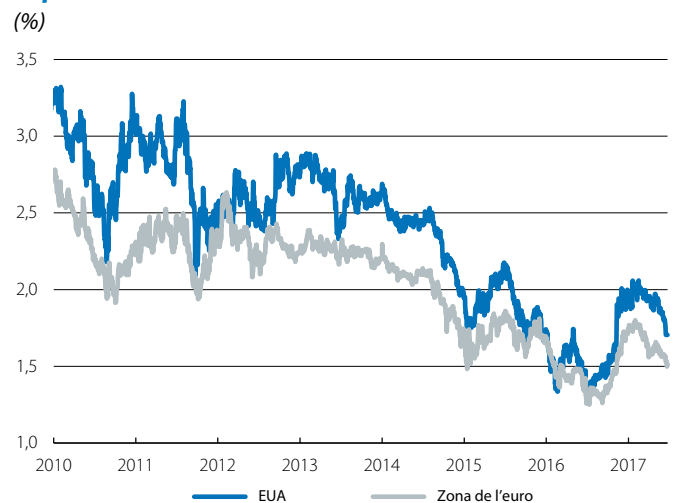
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

EUA i emergents: volatilitat implícita de la borsa



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

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



Nota: * Swaps d'inflació, expectatives a 5 anys d'aquí a 5 anys.

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

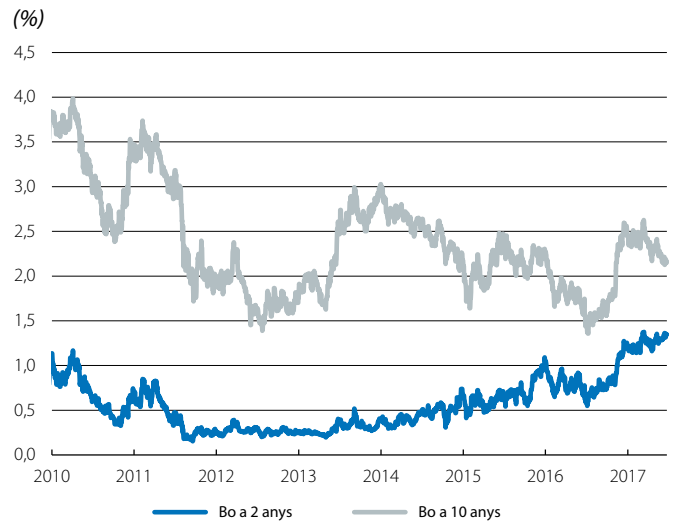
motiu pel qual el seu president, Mario Draghi, va recordar la possibilitat d'ampliar el programa de compra d'actius (QE) si fos necessari. Finalment, pel que fa a la normalització de la política monetària, Draghi va cridar a la prudència i va indicar que el Consell de Govern no havia discutit una possible reducció del balanç de l'autoritat monetària.

La Fed torna a incrementar el tipus oficial i exposa la seva estratègia de reducció de balanç. Per tercera vegada en sis mesos, la Fed va augmentar en 25 p. b. el tipus d'interès de referència objectiu (*fed funds target rate*) fins a l'interval 1,00%-1,25%, tal com el mercat ho havia anticipat. Pel que fa a l'objectiu d'estabilitat de preus, l'autoritat monetària nord-americana va fer poc èmfasi en la feblesa recent de la inflació i va confirmar que mantenia el full de ruta amb una pujada addicional prevista enguany i tres més el 2018. Finalment, el banc central també va aportar detalls sobre l'estratègia de reducció de la dimensió del balanç, que serà gradual i previsible, sense precisar la data d'inici d'aquest procés més enllà d'assenyalar que es produirà enguany. En concret, la Fed va especificar que es deixaran de reinvertir 6.000 milions de dòlars de deute públic i 4.000 de deute i bons de titulització hipotecària al mes, fins a arribar, de forma progressiva, als 30.000 milions i als 20.000, respectivament, al cap de 12 mesos. Després de les actuacions i dels missatges de la Fed, els mercats d'actius globals no van mostrar moviments d'envergadura.

La rendibilitat a llarg termini de la renda fixa sobirana nord-americana torna a baixar, mentre que la d'Alemanya es manté globalment estable. La rendibilitat del deute públic nord-americà a 10 anys s'ha tornat a acostar al 2% en les últimes setmanes, principalment arran dels dubtes generats per la disminució de les pressions inflacionistes observada en els últims mesos. De cara al futur, dos elements seran clau perquè la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a llarg termini torni a la tendència alcista. D'una banda, la capacitat de l'Administració Trump per implementar les ambiciosos reformes econòmiques i, en particular, la reforma fiscal, que serà un factor crucial per evitar que es corregeixi el repunt de les rendibilitats observat després de les eleccions del novembre passat. De l'altra, la recuperació de les pressions inflacionistes, que recentment han mostrat senyals de feblesa, també serà indispensable perquè les rendibilitats tornin a augmentar. A Europa, la rendibilitat del *bund*, que s'havia mantingut estable per sota del 0,3%, va repuntar amb força en l'última setmana de juny en resposta a un discurs del president del BCE, que enviava un missatge de major confiança en la recuperació de la zona de l'euro i que els inversors van interpretar com un senyal d'un possible ajust de la política monetària en els propers mesos. Les primes de risc de la majoria dels països, per la seva banda, van continuar reculant i van donar continuïtat a la tendència iniciada el mes passat amb la disminució del risc polític després de les eleccions franceses.

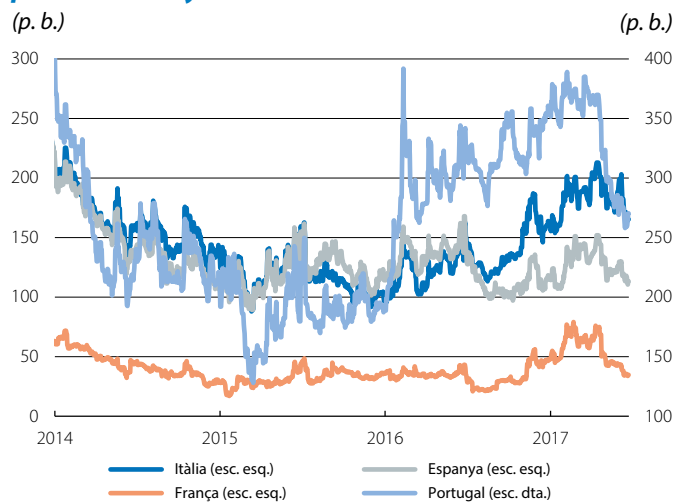
La majoria de les borses emergents es mantenen fermes. L'índex global MSCI de la borsa emergent va registrar una pujada propera a l'1%, un increment lleugerament inferior al del

EUA: rendibilitat del deute públic



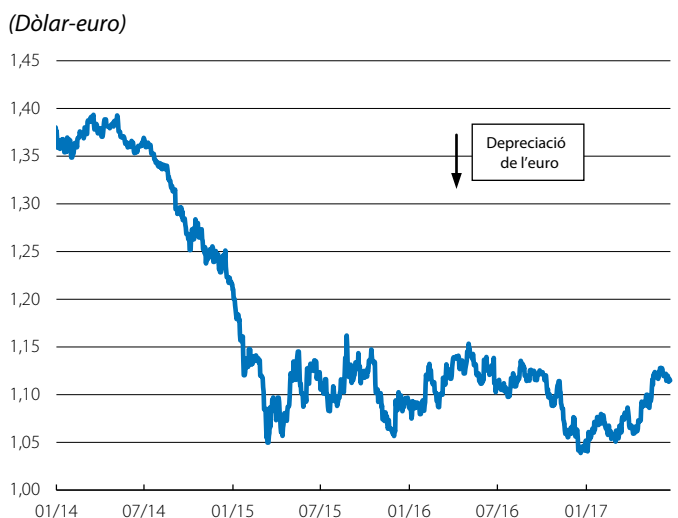
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Zona de l'euro: primes de risc del deute públic a 10 anys



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

Cotització de l'euro enfront del dòlar



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

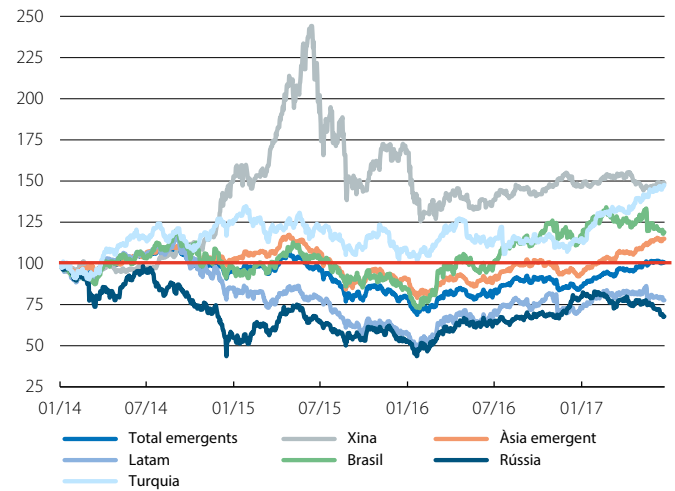
mes anterior. Així i tot, aquesta desacceleració s'explica, principalment, per la feblesa de dos mercats en particular. D'una banda, la borsa brasilera va continuar mostrant senyals de feblesa a causa del nou escàndol de corrupció, que implica el president Temer. De l'altra, la borsa russa va patir pèrdues importants aquest mes, amb descensos propers al 5%, davant el temor a un enduriment de les sancions per part dels EUA. A la resta de països, les borses van mantenir la tendència alcista amb pujades moderades. En definitiva, la relativa fortalesa del creixement econòmic previst per a la majoria de les economies emergents serà el principal factor de fons que hauria de donar un suport sòlid als actius emergents, tot i que la feblesa del preu del petroli podria tornar a ser un factor de risc important. Al bloc desenvolupat, mentre que les borses nord-americanes van mantenir un pols ferm malgrat la feblesa del sector tecnològic, la majoria de les places europees van patir lleugeres pèrdues després de l'optimisme del maig. Els dubtes sobre el sector financer, com, per exemple, a Espanya amb la resolució del Banc Popular, van ser, de nou, el principal element d'aquesta pausa a les borses europees, malgrat que els impactes van ser limitats (per a més detalls, vegeu el Focus «La resolució del Banc Popular», en aquest mateix Informe Mensual).

Al mercat canviari, l'euro es manté fort enfront del dòlar. La moneda de la zona de l'euro, estable al voltant dels 1,12 dòlars al llarg del mes, va repuntar fins als 1,14 dòlars en l'última setmana de juny després del rebot de la rendibilitat del deute dels països de la zona de l'euro esmentat més amunt. A mitjà termini, esperem que l'euro es vagi apreciànt lleugerament a mesura que el BCE vagi començant el procés de normalització de la política monetària. Al bloc emergent, les principals divises es van mantenir relativament estables al juny, malgrat la feblesa del preu del petroli i la nova pujada de tipus de la Fed. Arrossegats pels mateixos factors que els mercats de renda variable, el real brasiler va continuar perdent terreny enfront del dòlar i el ruble rus va ser la divisa més castigada entre les principals monedes emergents.

Els dubtes sobre la capacitat de l'OPEP de reduir l'oferta s'intensifiquen i, de nou, penalitzen amb força el preu del petroli. Malgrat l'anunci, al final de maig, de l'extensió de l'acord de l'OPEP, que preveu la pròrroga de les retallades fins al març del 2018, el preu del petroli ha tornat a caure amb força i ha assolit els mínims de l'any, amb el barril de Brent que va arribar a cotitzar per sota dels 45 dòlars. La preocupació sobre l'excés d'oferta és, de nou, el principal catalitzador d'aquesta baixada. En particular, el repunt de producció a Nigèria i a Líbia, països membres de l'OPEP però exempts de retallades, va despertar els dubtes sobre l'eficàcia de l'acord implementat pel càrtel petroler. Davant la reacció del mercat des de l'extensió de l'acord, des de CaixaBank Research ajustem lleugerament a la baixa les previsions a curt termini sense canviar les dinàmiques a mitjà i a llarg termini, ja que continuem esperant un lleuger ajust de l'excés d'oferta durant la segona meitat d'enguany. A més llarg termini, aquest efecte s'hauria de suavitzar davant el repunt de la producció i, particularment, de la producció de *shale* als EUA.

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2014)



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

Preu del petroli Brent

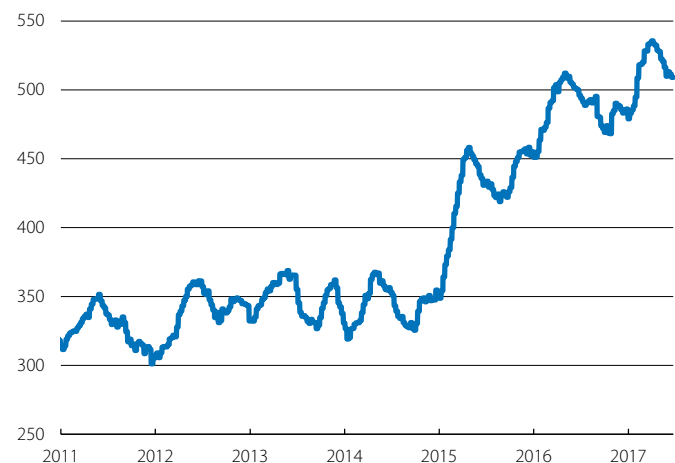
(Dòlars per barril)



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

Existències de cru als EUA *

(Milions de barrils)



Nota: * Excloent les reserves estratègiques.

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