

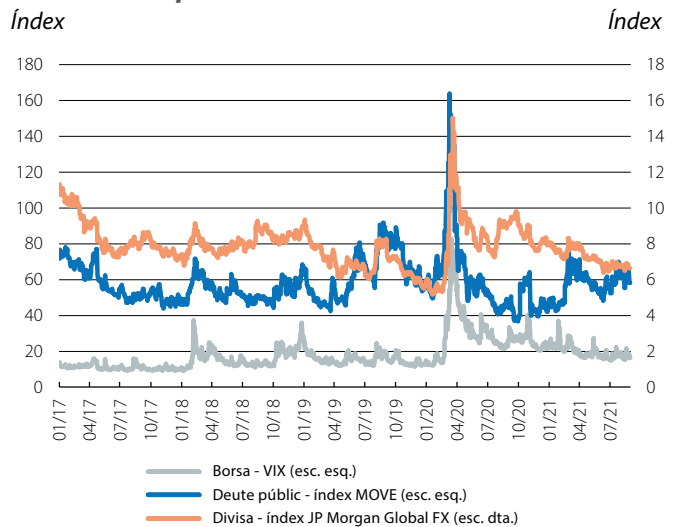
Els mercats financers salven l'estiu sense sobresalts

Els inversors busquen orientació en els bancs centrals. Gràcies a una reactivació econòmica més generalitzada i sostinguda, l'estiu ha transcorregut amb una placidesa raonable als mercats financers. El verd es va imposar als parquets borsaris, els tipus d'interès i les primes de risc es van mantenir en nivells acomodaticis i, en general, va haver-hi poca volatilitat. Aquesta placidesa es va sustentar en una millora dels indicadors i de les perspectives econòmiques, que, arran del ràpid progrés en la vacunació, són més resilient davant la pandèmia. Al seu torn, aquestes dinàmiques positives han establert les bases perquè la Reserva Federal dels EUA (Fed) es prepari per retirar els estímuls monetaris. I és aquí on se centren totes les mirades després de les vacances. Encara no es coneixen els detalls del com i del quan, però, davant la perspectiva que la Fed mogui fitxa abans d'acabar l'any, els mercats financers internacionals ja s'han començat a ajustar al llarg de l'estiu. En general, l'ajust va ser ordenat, perquè la Fed ha promès que serà previsible i retirarà l'estímul de manera gradual. Així i tot, les divises emergents no van poder evitar patir una certa feblesa enfront del dòlar, mentre que els seus mercats borsaris van patir turbulències més intenses, en especial a Àsia, on es van veure llastats per l'enduriment regulador de la Xina sobre el sector tecnològic.

Les borses, entre la reactivació econòmica i la retirada dels estímuls. Els guanys es van imposar als parquets borsaris de les principals economies avançades al juliol i a l'agost, i, amb alguna excepció, els índexs de referència ja cotitzen còmodament per damunt dels nivells pre-pandèmia. Aquests guanys s'han basat en la reactivació econòmica i en la millora dels resultats empresarials: més del 80% i del 60% de les empreses de l'S&P 500 i de l'Stoxx Europe 600, respectivament, van obtenir millors resultats del que havien previst els analistes en el 2T 2021, i, de cara als següents trimestres, les expectatives de beneficis continuen millorant. Tot plegat es produeix encara en un entorn de condicions financeres acomodaticies, però cal destacar que, més enllà d'alguna sessió puntual amb més volatilitat, els senyals d'enduriment monetari no van pesar sobre les cotitzacions borsàries a l'estiu, sinó que els guanys van ser generalitzats en tots els sectors.

La inflació, un risc que no va pertorbar els inversors a l'estiu. Quan la inflació nord-americana va començar a rebotar a la primavera, els tipus d'interès es van tensionar de manera significativa (entre el febrer i l'abril, la rendibilitat del *treasury* a 10 anys va repuntar més de 60 p. b.), la qual cosa reflecteix el risc que representa per a la placidesa dels mercats. No obstant això, de llavors ençà, els ànims es van apaivagar, i, segons les últimes cotitzacions, sembla que els inversors comparteixen la visió dels bancs centrals i dels analistes segons la qual les pressions de preus seran transitòries. Per exemple, al final d'agost, els *swaps* d'inflació apuntaven a majors pressions a curt termini (prop del 3% a un i a dos anys vista), mentre que, a llarg termini, les expectatives s'han anat suavitzant cap al 2%. La història és diferent a Europa, on les expectatives d'inflació no recullen riscos de sobreescalfament, sinó que fa anys que es mantenen per sota de l'objectiu del BCE. No obstant això, en els últims mesos,

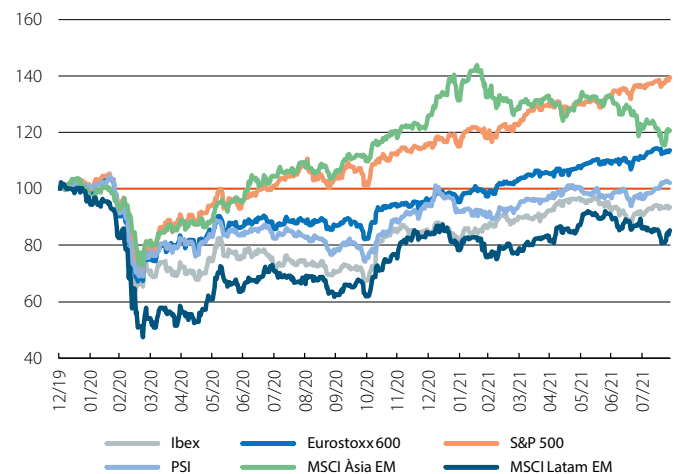
Volatilitat implícita als mercats



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

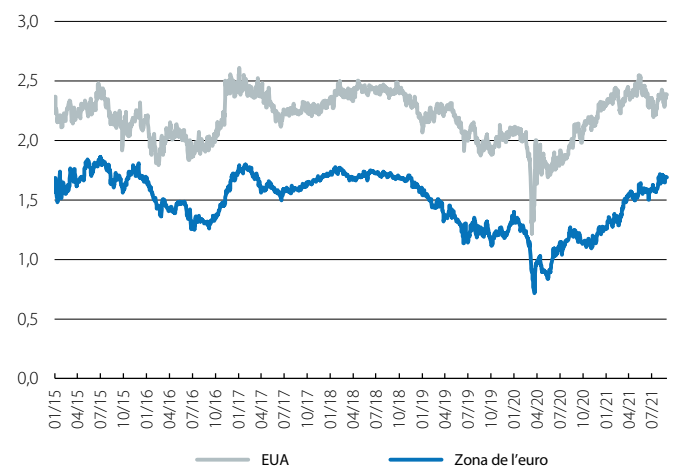
Borses internacionals

Índex (100 = desembre 2019)



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

Expectatives d'inflació a 5 anys d'aquí 5 anys* (%)



Nota: * Segons *swaps* d'inflació.

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

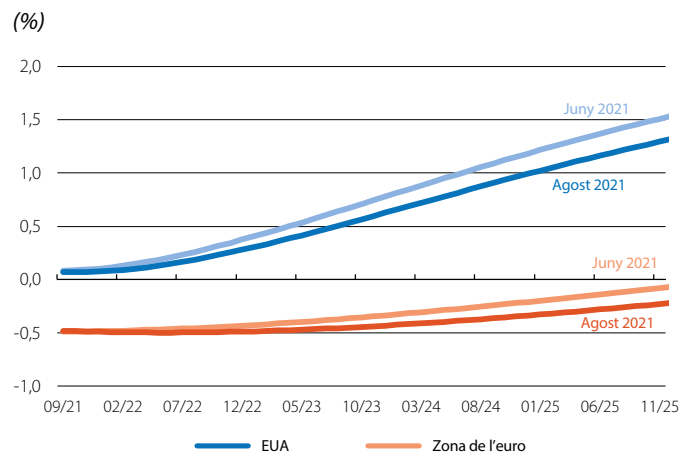
s'han recuperat una mica arran de la reactivació econòmica i dels missatges del BCE, en què el banc central es mostrava més tolerant amb la inflació.

El BCE revisa la seva estratègia i allunya les pujades de tipus. Al juliol, va culminar la revisió estratègica iniciada al gener del 2020, i, malgrat que les novetats van ser més substancials que en la revisió anterior del 2003, són més una evolució que una revolució en l'estratègia del BCE. En primer lloc, el BCE va fixar l'objectiu d'inflació en un simple 2%, una fórmula més senzilla i simètrica que l'anterior «per sota però prop del 2%». En segon lloc, el BCE va confirmar que les mesures no convencionals (com les compres d'actius) continuaran formant part de la seva caixa d'eines i va assenyalar que, si un dia es troba en una conjuntura que exigeixi mesures d'estímul agressives, està disposat a adoptar-les i a tolerar que provoquin repunts d'inflació per damunt del 2%, sempre que siguin moderats i temporals. A més a més, el BCE va anunciar el desig d'incorporar consideracions climàtiques a la presa de decisions (com els testos d'estrès, l'avaluació del col·lateral o les compres d'actius). Per aquest motiu, ha preparat un full de ruta fins a l'any 2024. No obstant això, la revisió estratègica ja va tenir conseqüències materials al juliol. I és que, amb la nova estratègia, el BCE va endurir les condicions per realitzar un augment de tipus: (i) les previsions d'inflació s'han de situar en el 2% a mitjà i a llarg termini i (ii) la recuperació de la inflació cap al 2% s'ha de veure corroborada en les dades mateixes i en els indicadors de la inflació subjacent. Aquest canvi reforça l'expectativa d'un llarg període de tipus d'interès baixos a Europa, i així ho van recollir els tipus de mercat, molt continguts al llarg de l'estiu.

La Fed prepara la reducció de les compres d'actius. Després de comprar elevats volums de bons sobirans i d'MBS des de l'esclat de la pandèmia, la millora de les perspectives econòmiques i les fortes dades d'inflació i del mercat laboral als EUA han fet que, en els últims mesos, es comenci a preparar la retirada dels estímuls. Al juliol, el banc central va debatre per primera vegada l'estratègia per reduir les compres netes d'actius (l'anomenat *tapering*), i, tot i que no es va prendre cap decisió, la majoria dels membres de la Fed van considerar adequat començar-lo el 2021. A més a més, al llarg de l'estiu, diferents presidents regionals, com Robert Kaplan (Fed de Dallas) o James Bullard (Fed de St. Louis), van declarar públicament el seu desig d'anunciar aviat la reducció de les compres d'actius. En aquest context, al final d'agost, l'atenció es va centrar en les paraules del president de la Fed en l'habitual simposi de Jackson Hole, on Jerome Powell va reforçar la intenció d'anunciar el *tapering* abans d'acabar l'any, però va refredar les expectatives que la decisió sigui imminent (és a dir, en la reunió del setembre), de manera que va trobar un equilibri entre la solidesa de les dades econòmiques i l'ombra amb què la pandèmia amenaça l'economia.

Les divises emergents cedeixen terreny al dòlar. La retirada de l'estímul monetari als EUA acostuma a desviar algunes mirades cap a les economies emergents, i, en el transcurs de l'estiu, les seves divises no van poder evitar una certa depreciació enfront del dòlar. Així i tot, molts emergents van entrar en la crisi de la COVID-19 amb quadres macroeconòmics més equilibrats que en el passat, i, a més a més, diferents bancs centrals han començat a construir un matalàs apujant els tipus d'interès (principalment, a l'Europa emergent, amb Hongria, la República Txeca i Rússia, i a l'Amèrica Llatina, amb el Brasil i Mèxic).

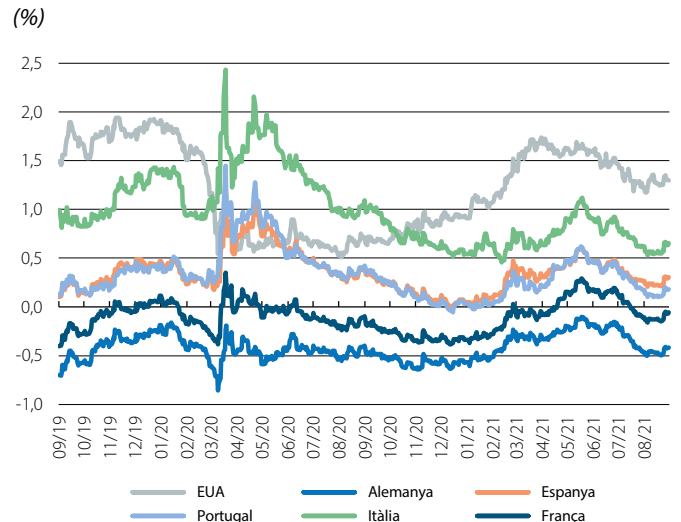
Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE *



Nota: * Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de corbes d'interès de mercat.

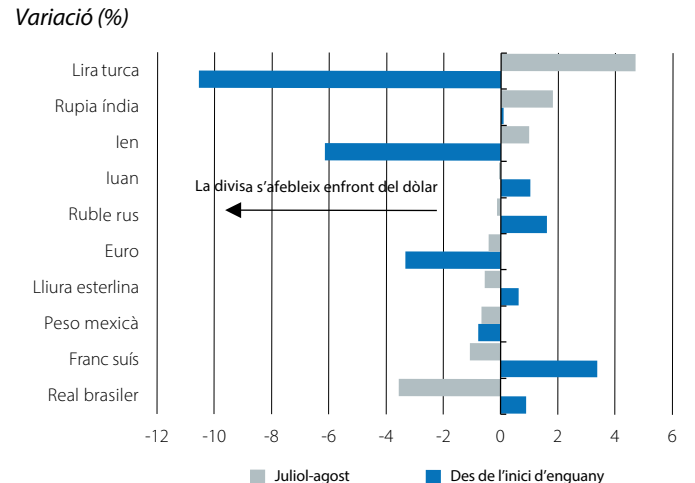
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

Principals divises enfront del dòlar nord-americà



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