

## Tempestes estiuenques i corrents de fons

Un any més, seguint la tònica predominant a la majoria dels mesos d'agost, vam assistir al començament del mes a un nou episodi de volatilitat als mercats. La dinàmica és ben coneguda, perquè igual que l'estiu és procliu a fenòmens meteorològics extrems quan els embossaments d'aire fred coincideixen amb temperatures molt càlides a la superfície del mar, també els mesos d'agost solen ser complicats per als mercats financers quan l'escassa liquiditat dels mercats amplifica l'efecte causat sobre els preus dels actius per les sorpreses en les dades macroeconòmiques, en els resultats de les empreses o en l'àmbit geopolític.

Aquesta vegada, l'espoleta va ser un augment inesperat dels tipus d'interès oficials al Japó, que, en provocar una intensa apreciació del ien, va propiciar el tancament de posicions de *carry trade* (finançament en divisa japonesa a baix cost per invertir en actius de major rendiment en altres geografies) i, per tant, la venda d'actius als EUA, a la zona de l'euro, etc. A l'efecte d'aquest canvi dràstic en els fluxos financers, es van afegir una mala dada d'ús del juliol als EUA, la qual cosa va incrementar els temors a una recessió al país, i els resultats d'algunes empreses tecnològiques, que comencen a reflectir la bretxa temporal entre les ingents inversions necessàries per no perdre la carrera de la IA i la seva monetització.

Tot això va conformar un bon caldo de cultiu per a les correccions d'uns mercats de valors que presentaven una temperatura elevada després de les revaloracions dels set primers mesos de l'any (el +11% del gener al juliol), amb la inestabilitat potencial addicional de la important acumulació de posicions palanquejades durant la primavera en un entorn de baixa volatilitat. La caiguda acumulada de màxims a mínims va ser del 8,2% als mercats de valors desenvolupats i del 9,3% als mercats emergents, amb grans tecnològiques com NVIDIA o Tesla experimentant correccions superiors al 25% i amb l'índex borsari japonès Nikkei 225 patint la major caiguda (el 12,5%), en una sola sessió, de les últimes dècades. La bona notícia és que, després de la tempesta, ha arribat la calma, quan les dades d'activitat publicades al llarg del mes d'agost han tornat a posar de manifest que l'escenari d'aterratge suau encara és el més probable en aquests moments, mentre la inflació a les dues bandes de l'Atlàntic va cremant etapes en el seu camí cap al 2%.

A aquesta normalització de la situació financera després de les tempestes estiuenques també hi ha contribuït la clarificació de les perspectives de relaxament monetari als EUA, atès que Jerome Powell va confirmar a Jackson Hole que la

Fed començarà a reduir els tipus d'interès a partir del mes de setembre. En la seva intervenció, el president del banc central nord-americà va posar de manifest que, havent avançat en la batalla contra la inflació, ha arribat el moment de centrar l'atenció en l'activitat i en l'ocupació i, atès que el to actual de la política monetària és massa restrictiu, toca iniciar el retorn cap a la zona neutral. La nostra opinió és que això comportarà situar els tipus d'interès en la zona del 3%-3,25% a mitjan 2026, i, durant aquest camí, la Reserva Federal aprofitarà per revisar una estratègia de política monetària que, després de la seva última actualització el 2020, ha quedat una mica anquilosada. Un exercici semblant realitzarà el BCE, tot i que Lagarde ja ha anticipat que, aquesta vegada, no es realitzarà un ajust de l'objectiu. En el cas de la zona de l'euro, pensem que el tipus d'interès neutral estaria situat, després dels canvis estructurals dels últims anys, en la zona del 2%-2,25%, nivell d'arribada teòric a mitjà termini dels tipus oficials, en funció, però, de les noves sorpreses que vagin apareixent per l'horitzó.

Per tant, amb el moviment d'anada i tornada dels mercats del mes d'agost, s'ha tornat a posar de manifest que, sense canvis en les tendències de fons, el més aconsellable és no sobre-reaccionar davant els esdeveniments d'augment de la inestabilitat financera i confiar en la solidesa que proporcionen carteres ben diversificades per actius i geogràficament. De fet, un inversor de tornada d'unes vacances en una destinació idíl·lica, sense internet o sense xarxes socials (si és que això encara existeix), hauria comprovat el bon funcionament d'una cartera 60/40 i s'hauria estalviat l'ensurt de la primera setmana del mes.

En definitiva, un cop superada la tradicional DANA financera estiuenca, l'important continuaran sent les tendències de fons del cicle d'activitat, que vindran determinades per la capacitat dels bancs centrals de finalitzar la feina dels dos últims anys sense provocar un fort ajustament de l'activitat. Ara com ara, les dades continuen donant suport a la hipòtesi d'un aterratge suau. Això, tanmateix, no significa que estiguem vacunats contra potencials turbulències als mercats en els propers mesos, tenint en compte els elevats nivells de risc geopolític i que la política monetària continuarà en zona restrictiva durant un temps. Mentrestant, anirem preparant les crispetes o el cafè per a la llarga nit del proper 5 de novembre.

José Ramón Díez