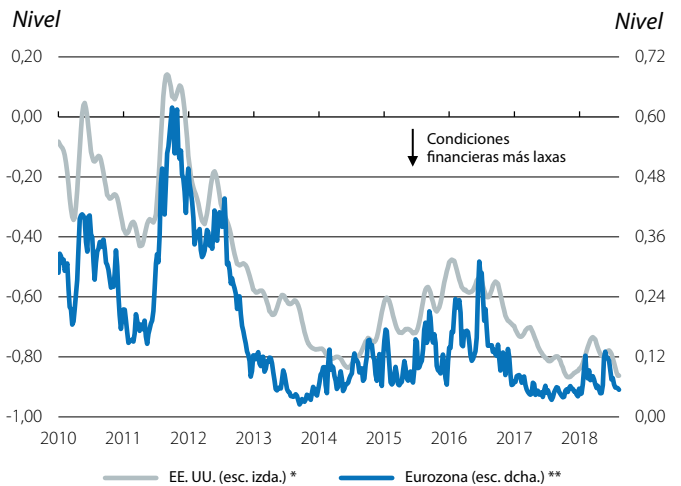


## La volatilidad y los mercados financieros divergen en verano

**El verano también deja atrás el entorno de muy baja volatilidad.** Los mercados financieros están abandonando el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años, con un desempeño errático de las bolsas, mayores primas de riesgo y tipos de interés y debilidad de las divisas internacionales frente al dólar (especialmente entre las economías emergentes). Este cambio de panorama fue palpable, también, a lo largo de los pasados meses de julio y agosto. En concreto, tras un inicio de verano en el que las bolsas alternaban la indecisión con sesiones de ganancias, en agosto los mercados financieros se vieron tensados por las dudas alrededor de la robustez del crecimiento en China, la sucesión de amenazas comerciales con EE. UU. y un repunte de las turbulencias financieras en Turquía (de magnitud severa en Turquía y contagio moderado al resto de cotizaciones financieras). Estos elementos, enmarcados en un contexto de endurecimiento global de la política monetaria y mayor aversión al riesgo (alimentada por las tensiones geopolíticas), penalizaron especialmente a las cotizaciones de las economías emergentes, cuyos índices bursátiles y divisas sufrieron pérdidas importantes a lo largo de agosto y donde, según los datos más recientes (aunque todavía preliminares), se habrían vuelto a sufrir salidas netas de capital. Por su parte, las economías avanzadas recibieron las turbulencias de manera dispar. En Europa, se sumaron a un repunte de la incertidumbre alrededor de Italia y su política fiscal, y tanto las principales bolsas como los tipos de interés y las primas de riesgo se mostraron inestables. En EE. UU., en cambio, las bolsas continuaron batiendo récords y alcanzaron nuevos máximos históricos, aunque algunos indicadores siguen arrojando dudas sobre la sostenibilidad de estas elevadas valoraciones, especialmente en un entorno de mayores tipos de interés.

**Las bolsas emergentes sufren, las europeas titubean y las estadounidenses batan récords.** Las principales bolsas internacionales exhibieron un comportamiento dispar a lo largo de un verano que estuvo marcado por las turbulencias sufridas en agosto. En particular, las dudas alrededor de la robustez del crecimiento de la economía china y los temores a un aumento del proteccionismo a nivel global penalizaron de manera generalizada a las bolsas de las economías emergentes. Además, a estos dos elementos se les añadió un repunte de las turbulencias financieras en Turquía (fruto de sus elevados y crecientes desequilibrios macroeconómicos) que, aunque tuvo un contagio moderado, vio cómo la bolsa de Estambul llegaba a acumular una corrección del -10% (que se mitigó a finales de agosto). Así, en el conjunto de julio y agosto, el índice bursátil MSCI para el conjunto de los emergentes cerró en negativo (-1,3%), arrastrado tanto por los índices asiáticos (donde la bolsa de Shanghái sufrió especialmente, con un retroceso del 4,3%) como por los latinoamericanos. Por su parte, en las economías avanzadas, las bolsas de la eurozona tuvieron un comportamiento mixto, con avances leves en las economías del núcleo (DAX alemán +0,5% y CAC francés +1,6%) y pérdidas algo más marcadas en la periferia (Ibex 35 -2,3%, PSI 20 -1,9% y MIB italiano -6,3%). En

### Indicadores de condiciones financieras



**Notas:** \* Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.  
 \*\* Indicador de estrés sistémico del BCE (media móvil de dos semanas).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2017)

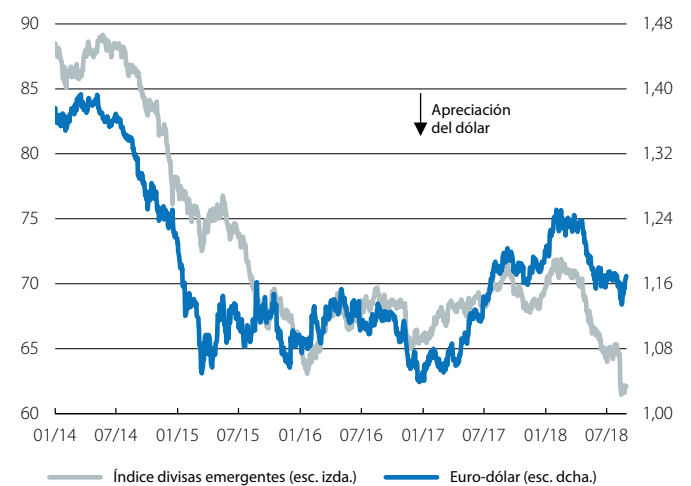


**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Divisas internacionales frente al dólar

(Índice)

(Dólares por euro)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

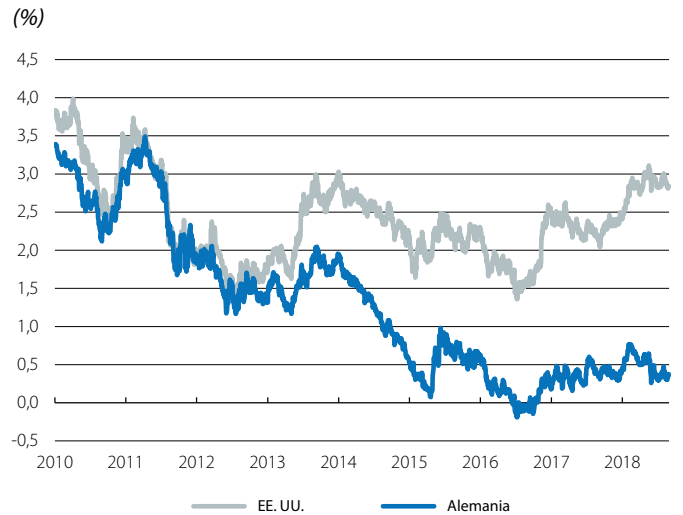
cambio, la bolsa estadounidense avanzó con fuerza (índice S&P 500 +6,7%) hasta superar los registros previos a las correcciones de finales de enero y alcanzar nuevos máximos históricos.

**Depreciación generalizada de las divisas emergentes.** A lo largo del verano, el mercado de divisas fue un claro termómetro de las turbulencias financieras sufridas por las economías emergentes. Si bien aquellas divisas que ya se encontraban bajo la lupa de los inversores internacionales (como el peso argentino y la lira turca, que desde principios de año acumulan depreciaciones superiores al 100% y al 70%, respectivamente) fueron las que más sufrieron a lo largo del verano (con depreciaciones en Argentina y Turquía alrededor del 30% y el 40%, respectivamente), el debilitamiento frente al dólar estadounidense afectó a la práctica totalidad de las divisas emergentes (el índice de divisas emergentes de JP Morgan perdió alrededor de un 5%). El peso mexicano, con una apreciación de cerca del 4%, fue la excepción destacada, al beneficiarse de los avances en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y México, que culminaron a finales de agosto con un preacuerdo bilateral para reemplazar al NAFTA.

**Los bancos centrales avanzados reiteran una visión positiva del escenario.** En verano, la Fed y el BCE ofrecieron pocas novedades y mandaron mensajes positivos y de continuidad para sus escenarios macroeconómicos. Así, en EE. UU., la Fed mantuvo sus tipos de interés de referencia en el intervalo 1,75%-2,00% en su reunión de finales de julio, pero reiteró que la solidez de la actividad y la mayor firmeza de la inflación apoyan una dinámica de incrementos graduales de los tipos en los próximos trimestres. Por su parte, el BCE no ofreció novedades destacables en su reunión de julio, en la que se concentró en reforzar las decisiones tomadas en la reunión de junio (terminar las compras netas de activos el próximo diciembre e intención de no modificar los tipos de interés antes de septiembre de 2019). En este contexto, los tipos de interés soberanos de EE. UU. fluctuaron sin una tendencia clara, mientras que, en la eurozona, el repunte de la prima de riesgo italiana (hasta alrededor de los 280 p. b., cerca de los máximos del año) por la incertidumbre acerca de su política fiscal arrastró ligeramente al resto de primas de la periferia. En conjunto, y pese a las turbulencias vividas en verano, el escenario macroeconómico de EE. UU. y la eurozona es positivo y, por ello, en sus reuniones de septiembre, Fed y BCE deberían continuar con sus estrategias. Así, tanto los inversores como la mayoría de analistas, incluido CaixaBank Research, esperan que la Fed vuelva a incrementar los tipos de interés y que el BCE refuerce su compromiso con los anuncios realizados en junio.

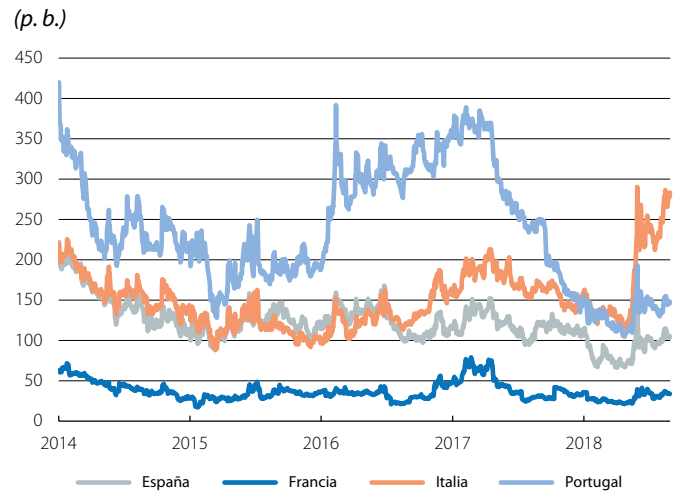
**El petróleo se mantuvo relativamente estable.** Pese a la volatilidad sufrida por los mercados financieros de las economías emergentes a lo largo del verano, el precio del crudo se mostró relativamente estable y fluctuó entre los 70 y los 75 dólares por barril de Brent. Aunque el acuerdo de recorte de la producción de la OPEP (y la reciente relajación de las cuotas anunciada en junio) respaldaron esta estabilidad del petróleo, otras materias primas sí se vieron significativamente afectadas por las turbulencias financieras y la sucesión de amenazas comerciales entre EE. UU. y China. Entre ellas destacó especialmente el cobre, cuyo precio registró una caída acumulada cercana al 10% entre julio y agosto.

**Rentabilidad de la deuda pública a 10 años**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: primas de riesgo de la deuda pública a 10 años**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio del petróleo Brent**  
(Dólares por barril)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.