

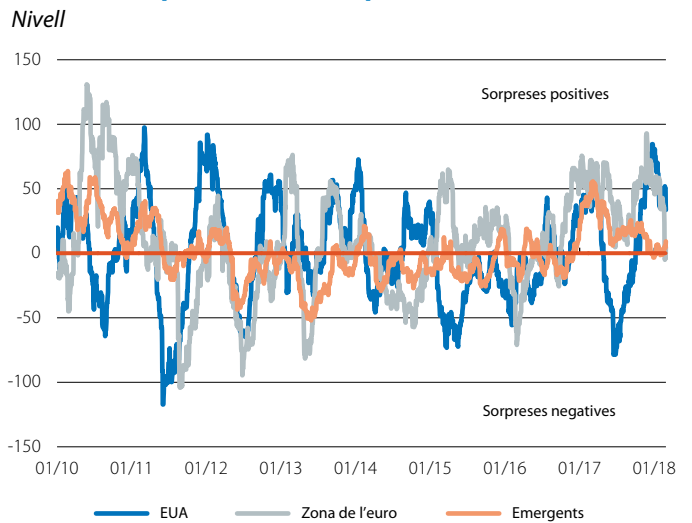
## CONJUNTURA · Repunt de la volatilitat als mercats financers

**La volatilitat financera torna a escena al febrer.** Mentre que, al gener, els inversors es van basar en unes perspectives de creixement positives per alimentar el repunt dels tipus d'interès sobirans de les economies avançades i l'exuberància de les borses, al febrer, el repunt dels tipus d'interès només va tenir continuïtat als EUA, amb un nou augment proper als +20 p. b. en el tipus sobirà a 10 anys, conseqüència d'un nou ascens dels temors inflacionistes a l'economia nord-americana. A més a més, aquest moviment, reflex d'una major confiança per part dels inversors en l'enduriment de la política monetària de la Fed, va comportar una correcció de la borsa nord-americana que, en les dues primeres setmanes de febrer, es va estendre virtualment a tots els índexs borsaris internacionals i es va tancar amb pèrdues acumulades properes al 10%. Després d'aquest episodi de volatilitat, les borses es van començar a recuperar de manera generalitzada en la segona meitat del mes, tant a les economies avançades com a les emergents, però van romandre en nivells inferiors als de tancament del gener i, fins i tot, de l'inici de l'any. No obstant això, l'episodi es va limitar, en gran part, a les borses, i, a la resta de mercats financers, no es van observar repercussions tan grans com en altres correccions borsàries anteriors.

**Les correccions borsàries il·luminen alguns factors de risc latents.** L'entorn de volatilitat extraordinàriament baixa en què s'han mogut els mercats financers en els últims anys es basa en un escenari que combina unes bones perspectives de creixement amb una inflació continguda. Aquest és l'aspecte clau perquè el procés de normalització de la política monetària es pugui dur a terme de manera gradual. No obstant això, aquest entorn pot ser procliu a generar excessos de complaença i sobrevaloracions dels actius financers, de manera que, com ens han recordat les correccions borsàries del començament de febrer, les sorpreses a l'alça de la inflació i els canvis d'expectatives sobre la política monetària de la Fed poden provocar nous reajustaments sobtats de les carteres d'inversió i més episodis d'instabilitat financera. A més a més, cal no oblidar l'existència latent de conflictes geopolítics internacionals, que representen una font important de risc davant la qual els mercats financers ja es van mostrar sensibles en el passat.

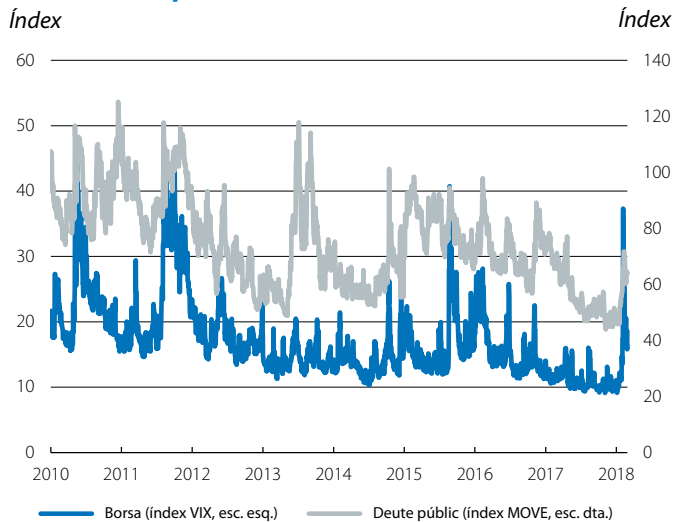
**Les pèrdues van aparèixer als principals parquets internacionals durant la primera meitat del mes.** Després d'un inici d'any amb guanys molt significatius, les pèrdues es van imposar de manera generalitzada a les principals borses internacionals a partir de l'última setmana de gener i van tenir continuïtat durant els 10 primers dies de febrer. Les correccions, que van començar als EUA amb la publicació de dades d'inflació i de creixement salarial per damunt del que esperaven els inversors, es van estendre ràpidament a la resta de borses internacionals, tant avançades com emergents, i van culminar amb unes pèrdues acumulades al voltant del -10%. En particular,

### Índex de sorpreses econòmiques



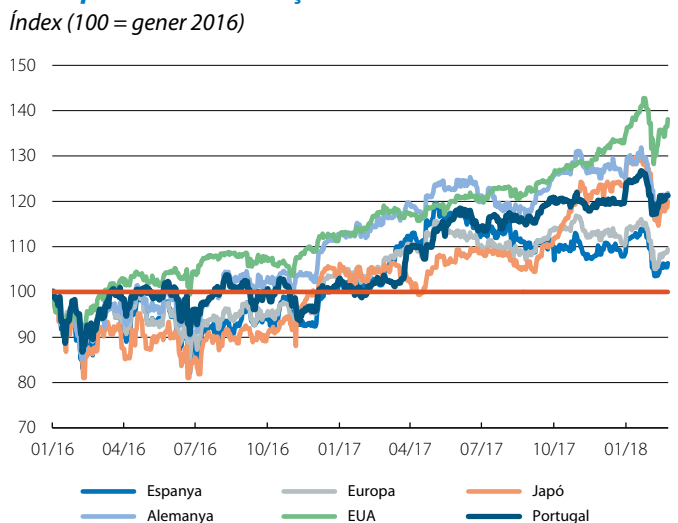
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citigroup i de Bloomberg.

### Volatilitat implícita als mercats financers



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

### Principals borses avançades



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

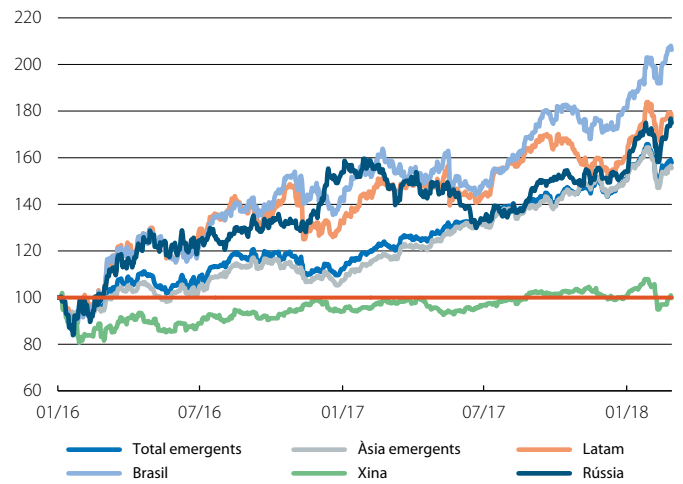
l'S&P 500 nord-americà va arribar a recular el -10,2%; el Nikkei japonès, el -12,3%, i, al Regne Unit, l'FTSE 100, el -8,8%, mentre que els principals índexs de la zona de l'euro també van acumular pèrdues generalitzades en les dues primeres setmanes del mes (Eurostoxx 50, -9,4%; DAX alemany, -10,7%; CAC francès, -8,4%; MIB italià, -8,8%; Ibex 35, -9,1%, i PSI20 portuguès, -7,6%). A les economies emergents, les reculades també van ser significatives (MSCI per al conjunt de les economies emergents, -10,2%) i generalitzades a totes les regions. En concret, a l'Amèrica Llatina, l'episodi es va tancar amb reculades del -11,1% al Brasil, del -14,2% a l'Argentina, del -7% a Colòmbia, del -6,4% a Mèxic i del -5,9% a Xile, mentre que, a la Xina, la borsa va retrocedir el -12,1% i, a Rússia, la caiguda va ser del -10,7%.

**La recuperació de les borses en les últimes setmanes del mes va avançar a un ritme desigual.** Un cop superat el període d'inestabilitat inicial, en la segona meitat de febrer, les borses internacionals van tornar al terreny positiu i es van començar a recuperar de les pèrdues. No obstant això, els avanços es van produir a una velocitat desigual, amb els índexs nord-americans i de les economies emergents reprenent ràpidament els guanys en l'acumulat de l'any i les borses europees a la saga. Així i tot, amb l'excepció d'alguns índexs emergents, les borses no van evitar tancar en negatiu en el conjunt del mes de febrer. A més a més, els factors que justifiquen aquest episodi de volatilitat borsària continuen presents (dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana, més confiança dels inversors en l'enduriment progressiu de les condicions financeres globals, gràcies a les pujades de tipus de la Fed i a la retirada del QE del BCE, i factors tècnics que amplifiquen els moviments, com les vendes algorítmiques que s'activen de forma automàtica davant els repunts de la volatilitat), de manera que no es pot descartar que es tornin a repetir episodis de correccions.

**Els bancs centrals avançats segueixen el seu full de ruta.** En un mes sense reunions de política monetària, ni de la Fed ni del Banc Central Europeu (BCE), l'atenció es va centrar en els detalls que van oferir les actes de les reunions del gener, quelcom especialment important en el cas de la Fed, ja que, a diferència del BCE, no va haver-hi roda de premsa després de la reunió. Així, les actes de la Fed van enviar un missatge de major confiança en les perspectives de l'economia nord-americana, en part pel major estímul fiscal procedent de l'Administració Trump, i obren la porta a la possibilitat que, en la reunió del març, a més de realitzar una nova pujada del tipus de referència, els membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) revisin a l'alça les projeccions i incorporin quatre pujades en el conjunt de l'any. Pel que fa al BCE, les actes de la reunió del gener no van oferir informació addicional a la que el president Draghi ja havia donat en el comunicat i en la roda de premsa posteriors a la reunió. En concret, a les actes va quedar reflectida una vegada més la major confiança en l'escenari macroeconòmic per part dels membres del Consell de Govern (CG), de manera que reforcen l'expectativa que, en

**Borses emergents per geografia**

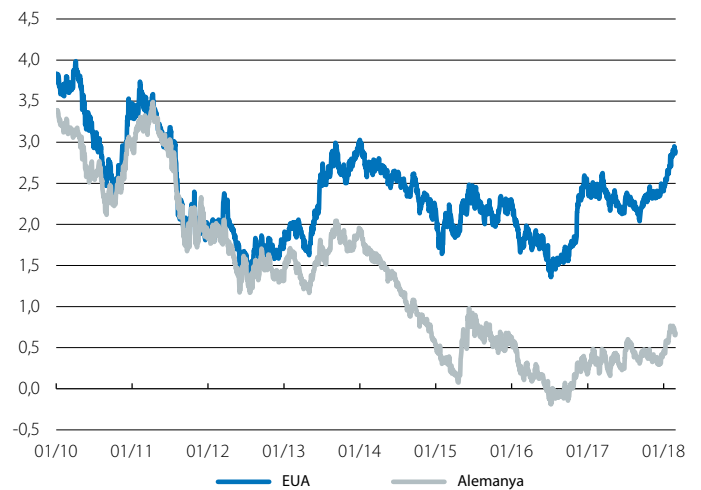
Índex (100 = gener 2016)



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

**Rendibilitat del deute públic a 10 anys**

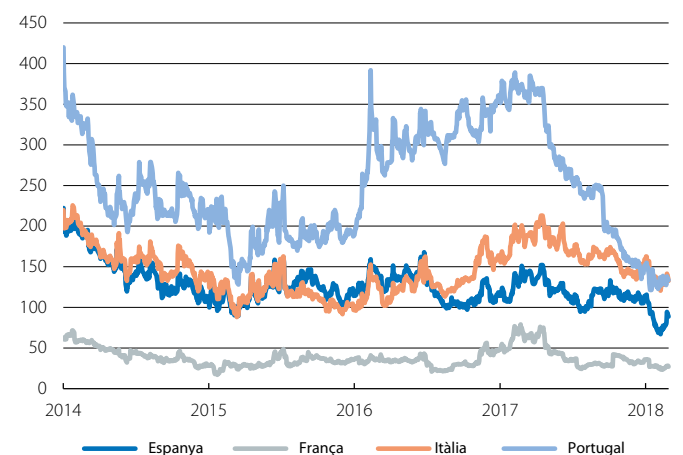
(%)



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

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

(p. b.)



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

els propers mesos, el CG ajustarà la comunicació per preparar els inversors per al final de les compres netes d'actius cap a les acaballes del 2018.

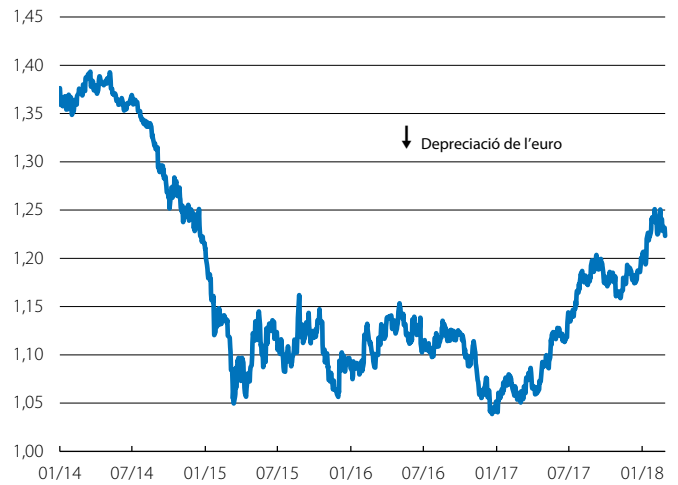
**Els tipus sobirans nord-americans continuen augmentant, però els europeus romanen estables.** Gràcies al reajustament de les expectatives dels inversors sobre la política monetària de la Fed, que, per primera vegada, es van situar en tres pujades de tipus esperades per al 2018, els tipus d'interès del deute sobirà nord-americà van donar continuïtat als augments registrats al gener i, en el conjunt del mes, van acumular un increment proper als 12 p. b. (tipus a 2 anys) i als 20 p. b. (tipus a 10 anys). A Europa, en canvi, els tipus d'interès es van mantenir estables i les primes de risc es van mantenir contingudes, la qual cosa reflecteix l'absència de grans notícies sobre la política monetària del BCE i la confiança dels inversors que la retirada de l'estímul monetari serà molt gradual.

**L'euro es mostra indecís enfront del dòlar i les divises emergents es mantenen estables.** D'una banda, després de començar el febrer amb valors per damunt dels 1,25 dòlars, l'euro va tancar el mes amb una cotització al voltant dels 1,22 dòlars i va mostrar una certa volatilitat. En concret, mentre que, durant les correccions borsàries, l'euro es va depreciar fins als 1,22 dòlars, al començament de la recuperació de les borses, es va tornar a apreciar i va arribar a superar la barrera dels 1,25 dòlars. Finalment, en l'última setmana del mes, va suavitzar la dinàmica i es va situar en els 1,23 dòlars. Més enllà de la volatilitat a curt termini, en els propers trimestres, la preparació de la retirada del QE per part del BCE i el major optimisme inversor sobre l'activitat de la zona de l'euro donaran suport a una dinàmica d'apreciació gradual de l'euro. D'altra banda, malgrat que el real brasiler, la lira turca i el rand sud-africà van patir una depreciació durant l'episodi de correccions borsàries, en el conjunt del mes, la majoria de les divises emergents es van mantenir relativament estables enfront del dòlar nord-americà, amb una lleugera depreciació del peso mexicà i de la lira turca (les dues al voltant de l'1%), així com del real brasiler i de la rupia índia (prop del 2%), mentre que el rand sud-africà es va apreciar molt lleugerament i el ruble rus es va mantenir gairebé estable.

**El preu del petroli pateix la volatilitat de les borses.** Després d'unes setmanes fluctuant al voltant dels 70 dòlars, l'episodi de correccions borsàries va provocar una caiguda del preu del barril de qualitat Brent fins als 62 dòlars, un moviment que també va ser reforçat per la publicació de dades que indiquen un augment de la producció de cru als EUA. No obstant això, a mesura que els mercats financers es van refer de les caigudes de les borses, el preu del petroli va recuperar una part del terreny perdut i va acabar el mes al voltant dels 66 dòlars per barril.

**Cotització de l'euro enfront del dòlar**

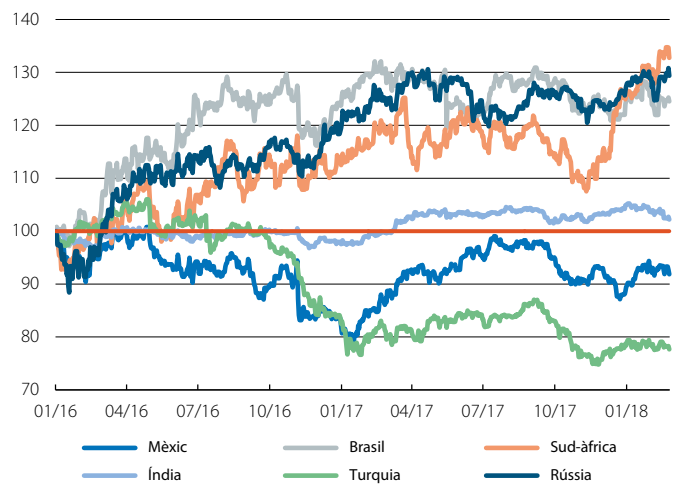
(Dòlar-euro)



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

**Divises emergents enfront del dòlar**

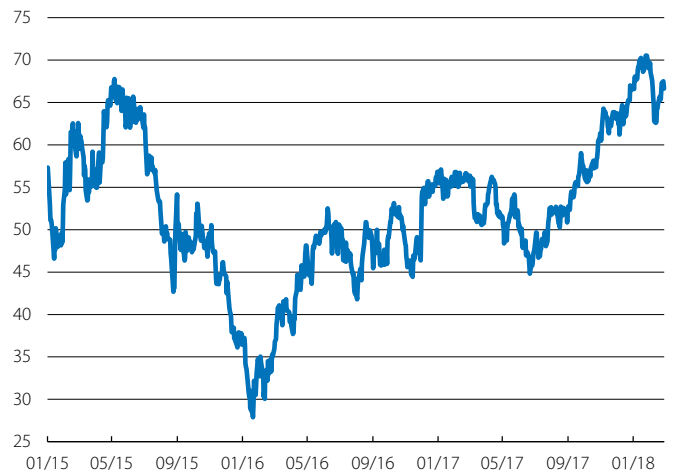
Índex (100 = gener 2016)



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.