

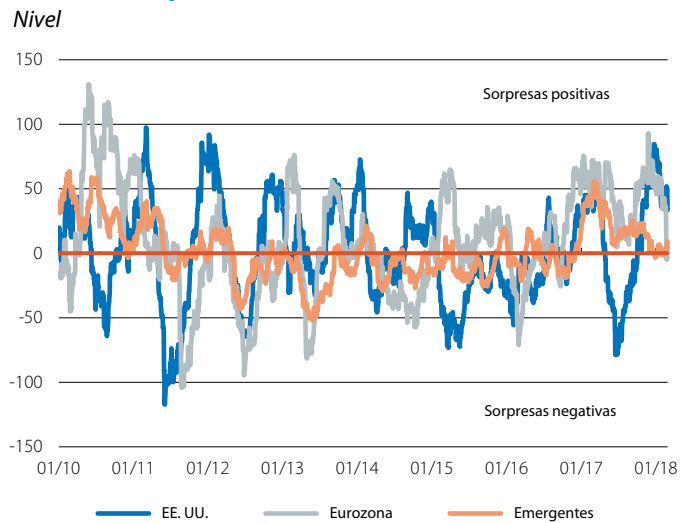
## COYUNTURA · Repunte de la volatilidad en los mercados financieros

La volatilidad financiera vuelve a escena en febrero. Mientras que, en enero, los inversores se apoyaron en unas perspectivas de crecimiento positivas para alimentar el repunte de los tipos de interés soberanos de las economías avanzadas y la exuberancia de las bolsas, en febrero el repunte de los tipos de interés solo tuvo continuidad en EE. UU., con un nuevo aumento de cerca de +20 p. b. en el tipo soberano a 10 años que respondió a un nuevo ascenso de los temores inflacionistas en la economía estadounidense. Además, este movimiento, reflejo de una mayor confianza por parte de los inversores en el endurecimiento de la política monetaria de la Fed, trajo consigo una corrección de la bolsa americana que, en las dos primeras semanas de febrero, se extendió virtualmente a todos los índices bursátiles internacionales y se saldó con pérdidas acumuladas de alrededor del 10%. Tras este episodio de volatilidad, las bolsas empezaron a recuperarse de manera generalizada en la segunda mitad del mes, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, pero permanecieron en niveles inferiores a los de cierre de enero e incluso de principios de año. No obstante, el episodio estuvo contenido en gran medida en las bolsas y en el resto de mercados financieros no se observaron repercusiones tan grandes como en otras correcciones bursátiles anteriores.

Las correcciones bursátiles alumbran algunos factores de riesgo latentes. El entorno de volatilidad extraordinariamente baja, en el que se han movido los mercados financieros en los últimos años, se apoya en un escenario que combina unas buenas perspectivas de crecimiento con una inflación contenida. Este es el aspecto clave para que el proceso de normalización de la política monetaria se pueda llevar a cabo de manera gradual. Sin embargo, este entorno puede ser proclive a generar excesos de complacencia y sobrevaloraciones de los activos financieros, de modo que, como nos han recordado las correcciones bursátiles de principios de febrero, sorpresas al alza de la inflación y cambios de expectativas alrededor de la política monetaria de la Fed pueden provocar nuevos reajustes bruscos de las carteras de inversión y más episodios de inestabilidad financiera. Además, cabe no olvidar la existencia latente de conflictos geopolíticos internacionales, que representan una importante fuente de riesgo ante la que los mercados financieros ya se mostraron sensibles en el pasado.

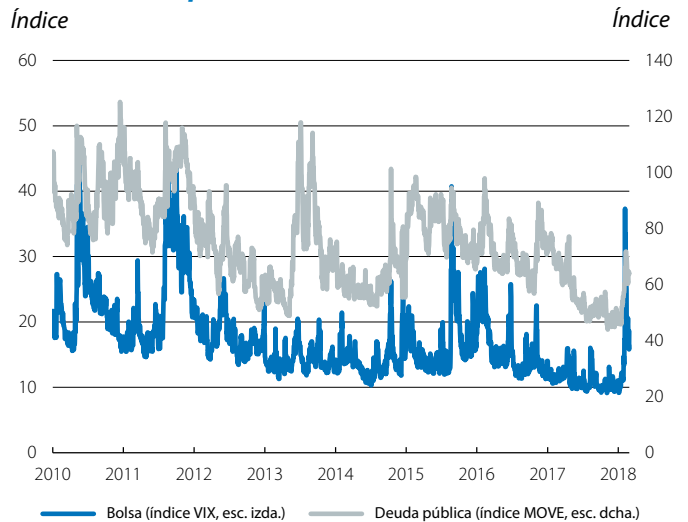
Las pérdidas aparecieron en los principales parqués internacionales durante la primera mitad del mes. Después de un inicio de año con ganancias muy significativas, las pérdidas se impusieron de manera generalizada en las principales bolsas internacionales a partir de la última semana de enero y tuvieron continuidad durante los primeros 10 días de febrero. Las correcciones, que empezaron en EE. UU. con la publicación de

### Índice de sorpresas económicas



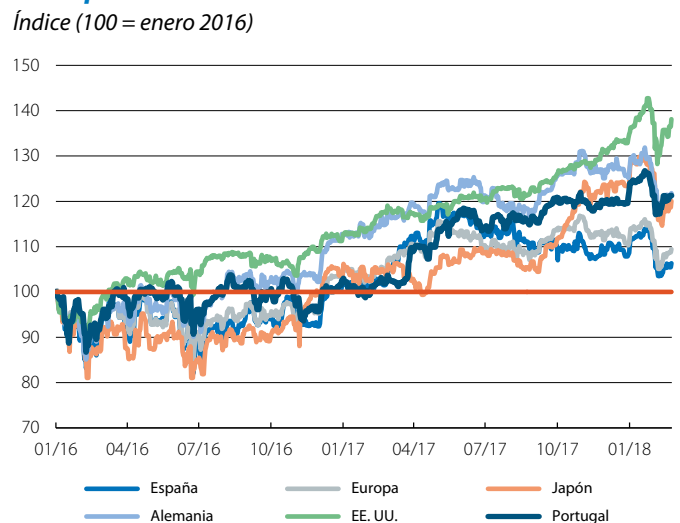
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



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

### Principales bolsas avanzadas



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

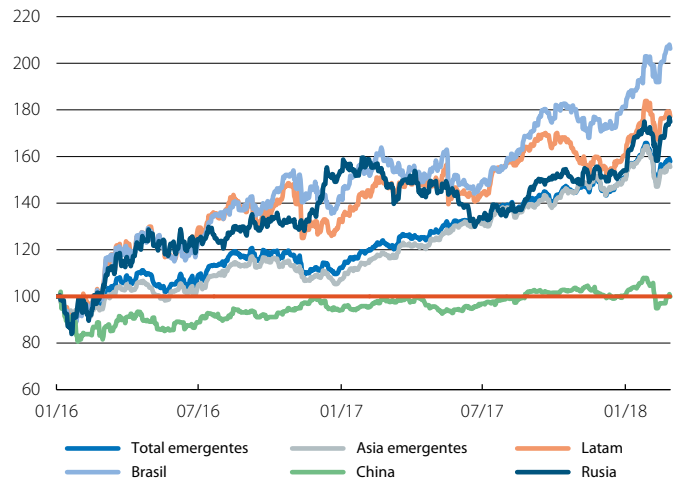
datos de inflación y crecimiento salarial por encima de lo esperado por los inversores, se extendieron rápidamente al resto de bolsas internacionales, tanto avanzadas como emergentes, para saldarse con unas pérdidas acumuladas alrededor del -10%. En particular, el S&P 500 estadounidense llegó a retroceder un -10,2%, el Nikkei japonés un -12,3% y en el Reino Unido el FTSE 100 un -8,8%, mientras que los principales índices de la eurozona también acumularon pérdidas generalizadas en las dos primeras semanas del mes (Eurostoxx 50 -9,4%, DAX alemán -10,7%, CAC francés -8,4%, MIB italiano -8,8%, Ibex 35 -9,1% y PSI20 portugués -7,6%). Entre las economías emergentes, los retrocesos también fueron significativos (MSCI para el conjunto de las economías emergentes -10,2%) y generalizados a todas las regiones. Concretamente, en América Latina, el episodio se saldó con retrocesos del -11,1% en Brasil, -14,2% en Argentina, -7% en Colombia, -6,4% en México y -5,9% en Chile, mientras que en China la bolsa retrocedió un -12,1% y en Rusia la caída fue de un -10,7%.

**La recuperación de las bolsas en las últimas semanas del mes avanzó a un ritmo desigual.** Pasado el periodo de inestabilidad inicial, en la segunda mitad de febrero las bolsas internacionales volvieron al terreno positivo y empezaron a recuperarse de las pérdidas. Sin embargo, los avances se produjeron a una velocidad desigual, con los índices estadounidenses y de las economías emergentes retomando rápidamente las ganancias en el acumulado del año y las bolsas europeas a la zaga. Aun así, con la excepción de algunos índices emergentes, las bolsas no evitaron cerrar en negativo en el conjunto del mes de febrero. Además, los factores que hay detrás de este episodio de volatilidad bursátil siguen presentes (dudas sobre la sostenibilidad de las elevadas cotizaciones de la bolsa estadounidense, mayor confianza de los inversores en el endurecimiento progresivo de las condiciones financieras globales, de la mano de las subidas de tipos de la Fed y la retirada del QE del BCE, y factores técnicos que amplifican los movimientos, como ventas algorítmicas que se activan automáticamente ante repuntes de la volatilidad), por lo que no se puede descartar que se vuelvan a repetir episodios de correcciones.

**Los bancos centrales avanzados siguen su hoja de ruta.** En un mes sin reuniones de política monetaria, ni de la Fed ni del Banco Central Europeo (BCE), la atención se centró en los detalles que ofrecieron las actas de las reuniones de enero, algo especialmente importante en el caso de la Fed dado que, a diferencia del BCE, no hubo rueda de prensa tras su reunión. Así, las actas de la Fed mandaron un mensaje de mayor confianza en las perspectivas de la economía estadounidense, en parte, por el mayor estímulo fiscal procedente de la Administración Trump, y abren la puerta a que, en la reunión de marzo, además de realizar una nueva subida del tipo de referencia, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) revisen al alza sus proyecciones e incorporen cuatro subidas en el conjunto del año. En cuanto al BCE, las actas de la reunión de enero no ofrecieron información adicional a la que el presidente Draghi ya había dado en el comunica-

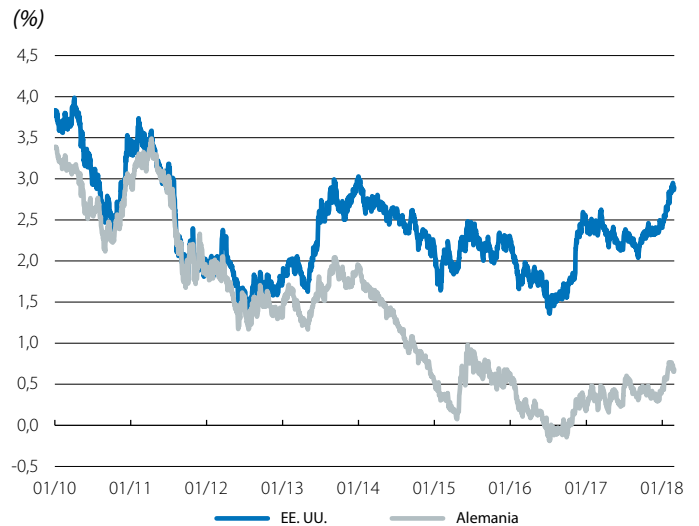
**Bolsas emergentes por geografía**

Índice (100 = enero 2016)



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

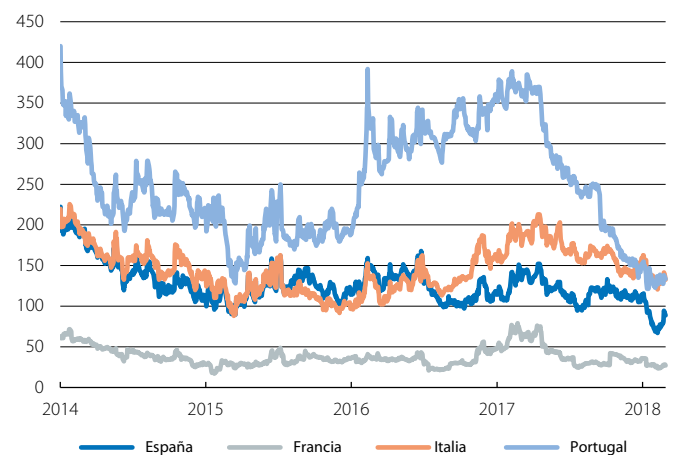
**Rentabilidad de la deuda pública a 10 años**



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

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

(p. b.)



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

do y la rueda de prensa posteriores a la reunión. En concreto, en las actas quedó reflejada una vez más la mayor confianza en el escenario macroeconómico por parte de los miembros del Consejo de Gobierno (CG), con lo que refuerzan la expectativa de que, en los próximos meses, el CG ajustará la comunicación para preparar a los inversores para el fin de las compras netas de activos hacia finales de 2018.

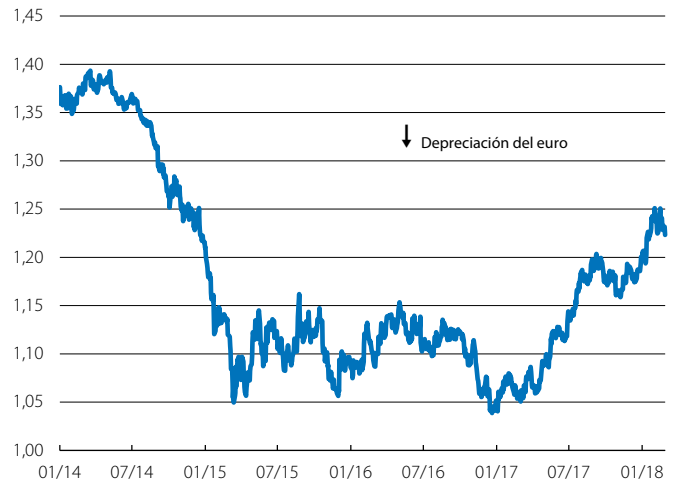
**Los tipos soberanos estadounidenses continúan aumentando, pero los europeos permanecen estables.** De la mano del reajuste de las expectativas de los inversores alrededor de la política monetaria de la Fed, que por primera vez se situaron en tres subidas de tipos esperadas para 2018, los tipos de interés de la deuda soberana estadounidense dieron continuidad a los aumentos registrados en enero y, en el conjunto del mes, acumularon un incremento de alrededor de 12 p. b. (tipo a 2 años) y 20 p. b. (tipo a 10 años). En Europa, por el contrario, los tipos de interés se mantuvieron estables y las primas de riesgo permanecieron contenidas, reflejando la ausencia de grandes noticias alrededor de la política monetaria del BCE y la confianza de los inversores en que la retirada del estímulo monetario será muy gradual.

**El euro se muestra indeciso frente al dólar y las divisas emergentes se mantienen estables.** Por un lado, después de empezar febrero con valores por encima de 1,25 dólares, el euro cerró el mes con una cotización alrededor de los 1,22 dólares y mostrando cierta volatilidad. En concreto, mientras que durante las correcciones bursátiles el euro se depreció hasta los 1,22 dólares, en el inicio de la recuperación de las bolsas volvió a apreciarse y llegó a superar la barrera de los 1,25 dólares. Finalmente, en la última semana del mes, suavizó su dinámica para situarse en los 1,23 dólares. Más allá de la volatilidad de corto plazo, en los próximos trimestres la preparación de la retirada del QE por parte del BCE y el mayor optimismo inversor alrededor de la actividad de la eurozona apoyarán una dinámica de apreciación gradual del euro. Por otro lado, a pesar de que el real brasileño, la lira turca y el rand sudafricano sufrieron una depreciación durante el episodio de correcciones bursátiles, en el conjunto del mes la mayoría de las divisas emergentes se mantuvieron relativamente estables frente al dólar estadounidense, con una ligera depreciación del peso mexicano y la lira turca (ambas alrededor del 1%), así como del real brasileño y la rupia india (cerca del 2%), mientras que el rand sudafricano se apreció muy ligeramente y el rublo ruso se mantuvo prácticamente estable.

**El precio del petróleo sufre la volatilidad de las bolsas.** Después de unas semanas fluctuando alrededor de los 70 dólares, el episodio de correcciones bursátiles provocó una caída del precio del barril de calidad Brent hasta los 62 dólares, un movimiento que también estuvo reforzado por la publicación de datos que señalaban un aumento de la producción de crudo en EE. UU. Sin embargo, a medida que los mercados financieros se recuperaron de las caídas de las bolsas, el precio del petróleo recuperó parte del terreno perdido y terminó el mes alrededor de los 66 dólares por barril.

**Cotización del euro frente al dólar**

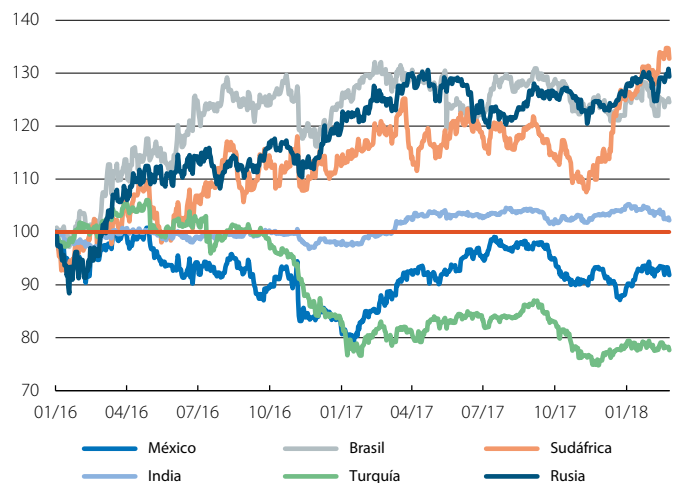
(Dólar-euro)



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

**Divisas emergentes frente al dólar**

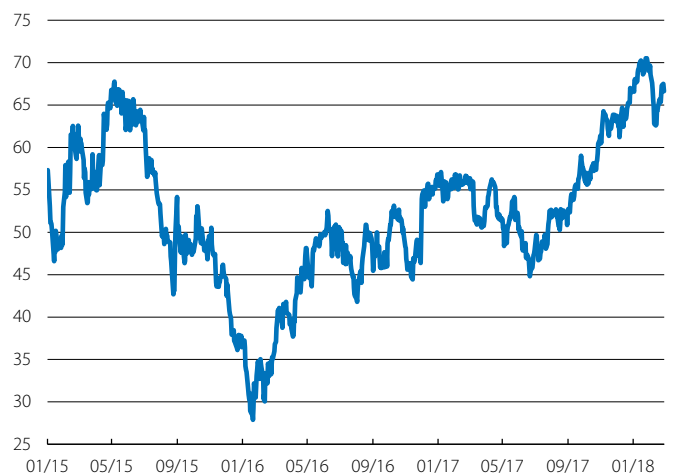
Índice (100 = enero 2016)



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.