

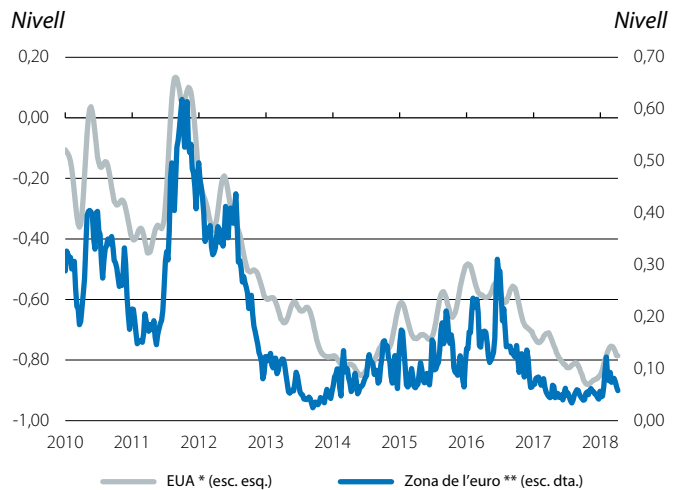
## CONJUNTURA · Els mercats financers avancen en un entorn més volàtil

**La volatilitat es consolida.** L'evolució de les cotitzacions financeres a l'abril reforça la visió que el règim de molt baixa volatilitat dels últims anys queda enrere, a causa d'una política monetària menys acomodaticia, dels temors d'un gir proteccionista a nivell global i de l'augment de les tensions geopolítiques. Així, les condicions financeres s'han endurit de forma moderada en els últims mesos (més als EUA que a Europa), com ho mostren els índexs publicats per la Fed als EUA i pel Banc Central Europeu (BCE) a la zona de l'euro, mentre que l'índex VIX, un popular indicador de la volatilitat, va fluctuar, a l'abril, al voltant dels 19 punts, un nivell clarament superior a la mitjana del 2017. Aquest canvi en l'entorn financer es basa en un escenari macroeconòmic positiu en què, a velocitats diferents, la Fed i el BCE retiren de forma gradual l'estímul monetari. D'aquesta manera, després d'anys de ser esperonades per un entorn de baixos tipus d'interès, les borses pateixen l'augment de la volatilitat i, a l'abril, van encaixar noves sessions de pèrdues (però menys intenses que en els mesos anteriors), mentre que els tipus d'interès sobirans van continuar repuntant, tot i que de forma més significativa als EUA que a la zona de l'euro.

**L'FMI emfatitza els riscos financers de l'escenari macroeconòmic.** En el seu informe d'estabilitat financera de l'abril del 2018, el Fons Monetari Internacional (FMI) alerta que, malgrat que les condicions financeres acomodaticies donen suport al creixement global a curt termini, factors com les sorpreses a l'alça en la inflació (seguides d'un enduriment de la política monetària més ràpid del que s'esperava) o un repunt de la incertesa a causa de derives proteccionistes i de més tensions comercials són un risc per a l'estabilitat financera global. A més a més, l'FMI emfatitza tres vulnerabilitats que s'han acumulat en els últims anys i que representen un risc per al creixement a mitjà termini: les elevades valoracions d'un ampli univers d'actius, un significatiu endeutament de les economies emergents i l'existència de desequilibris en la liquiditat bancària en dòlars. Així, l'FMI avisa que els inversors han d'evitar la complaença amb l'actual entorn financer acomodatic i s'han de mantenir alerta davant els riscos associats als augments de tipus d'interès, a una major volatilitat financera i a una escalada de les tensions comercials.

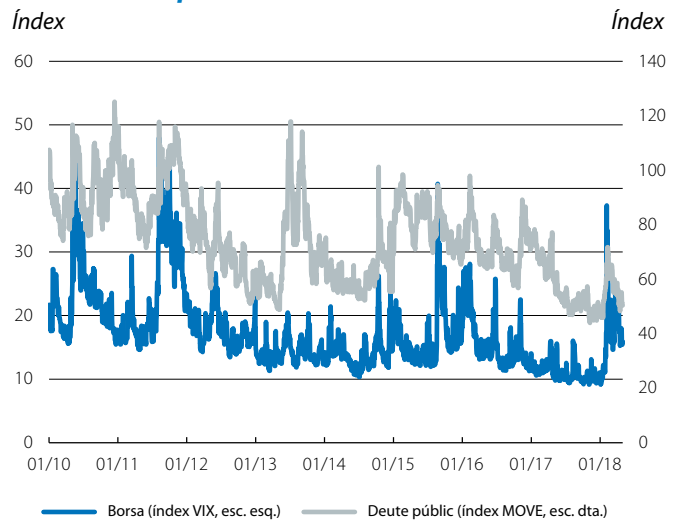
**Les borses avançades compaginen els guanys amb una intensificació de la volatilitat.** Els principals parquets de les economies avançades van començar el mes d'abril amb una dinàmica erràtica després de les pèrdues amb què havien acabat el mes de març (estretament vinculades a l'escalada de les tensions comercials entre els EUA i la Xina). Després d'aquesta indefinició inicial, els parquets van mantenir un to constructiu gairebé fins a l'última setmana d'abril, quan les pèrdues van tornar a irrompre a les borses avançades entre una barreja de més temors inflacionistes, de repunts dels tipus d'interès sobi-

### Indicadors de les condicions financeres



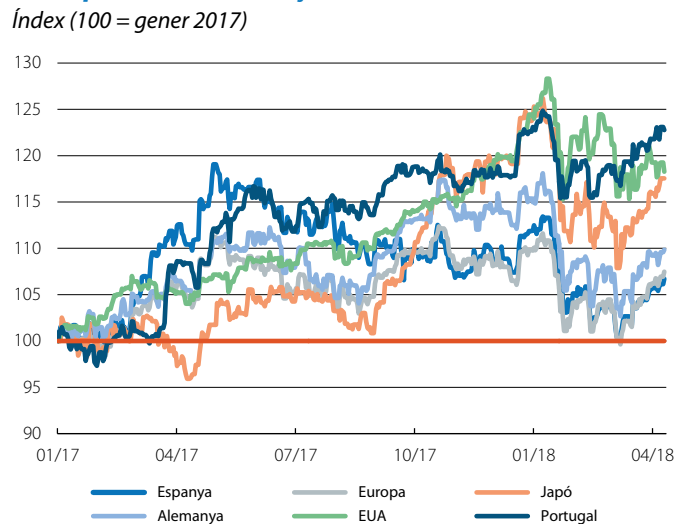
**Notes:** \* Índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago.  
 \*\* Indicador d'estress sistemàtic del BCE (mitjana mòbil de dues setmanes).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### 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.

rans i d'un mal funcionament borsari dels valors tecnològics. Així i tot, en el conjunt del mes, els principals índexs de les economies avançades van tancar en positiu, amb guanys moderats als EUA (S&P 500 +0,3%) i revaloracions més elevades a Europa (Eurostoxx 50, +5,2%; DAX Alemany, +4,3%; CAC francès, +6,8%; MIB italià, +7,0%; Ibex 35, +4,0%, i PSI portuguès, +2,9%).

**La volatilitat penalitza més les borses emergents.** Igual que a les economies avançades, els índexs borsaris de les economies emergents van començar el mes d'abril amb una dinàmica erràtica i amb sessions en negatiu. No obstant això, a les borses emergents, la volatilitat i les pèrdues es van mantenir presents durant la resta del mes, i l'índex MSCI per al conjunt de la regió va acabar l'abril amb unes pèrdues acumulades del 0,6%. Tot i que les reculades van ser generalitzades entre els índexs llatinoamericans (índex MSCI per a l'Amèrica Llatina, -1,5%) i van afectar, també, els asiàtics (índex MSCI per a l'Àsia emergent, 0,0% i borsa de Xangai, -2,7%), els casos de la borsa russa i turca mereixen un esment especial. A Rússia, l'índex RTS es va enfonsar més del 15% entre el 9 i el 10 d'abril (arran d'un repunt de les tensions geopolítiques amb els EUA i de l'expectativa de noves sancions sobre l'economia russa) i va acabar el mes amb unes pèrdues del 7,6%, mentre que, a Turquia, la borsa d'Istanbul va acumular una reculada del 9,3% enmig d'un major focus inversor en el deteriorament dels desequilibris macroeconòmics de l'economia otomana i de la convocatòria d'eleccions anticipades per part del president Recep Tayyip Erdogan.

**Repunt dels tipus sobirans nord-americans i més contenció a la zona de l'euro.** A l'abril, els tipus sobirans nord-americans van repuntar de nou amb força arran d'una major confiança dels inversors en l'estratègia de la Fed d'endurir de forma gradual les condicions financeres. Així, el tipus d'interès sobirà a dos anys va augmentar en 22 p. b., mentre que el tipus a 10 anys va repuntar en 21 p. b. i va superar de forma temporal el llindar del 3,0% per primera vegada des del gener del 2014 (aquesta dinàmica de majors repunts en el tram curt ha començat a generar temors d'una propera recessió als EUA, situació que analitzem aquest mes en el Focus «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA»). Per la seva banda, a Europa, els tipus sobirans es troben més ancorats per l'expectativa que la retirada de l'estímul monetari del BCE sigui molt gradual, i això explica que el seu repunt hagi estat més moderat, amb increments del tipus sobirà d'Alemanya al voltant dels 6 p. b. i amb el manteniment de les primes de risc en nivells continguts.

**El BCE ajorna fins a l'estiu les noves decisions de política monetària.** En la reunió de l'abril, el BCE va mantenir inalterats els tipus d'interès de referència i va recordar que les compres netes d'actius prosseguiran a un ritme mensual de 30.000 milions d'euros, com a mínim, fins al setembre vinent. La reunió, que no va aportar novetats sobre el futur del programa de compres d'actius, es va centrar en la valoració de la recent desacceleració dels indicadors d'activitat a la zona de l'euro. En conjunt, el Consell de Govern (CG) del BCE considera que els indicadors continuen donant suport a un escenari de creixement sòlid i homo-

**Borses emergents per geografia**

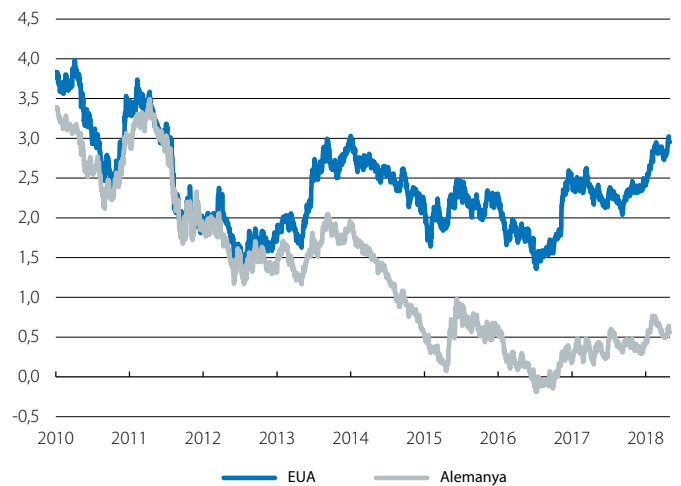
Índex (100 = gener 2017)



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

**Rendibilitat del deute públic a 10 anys**

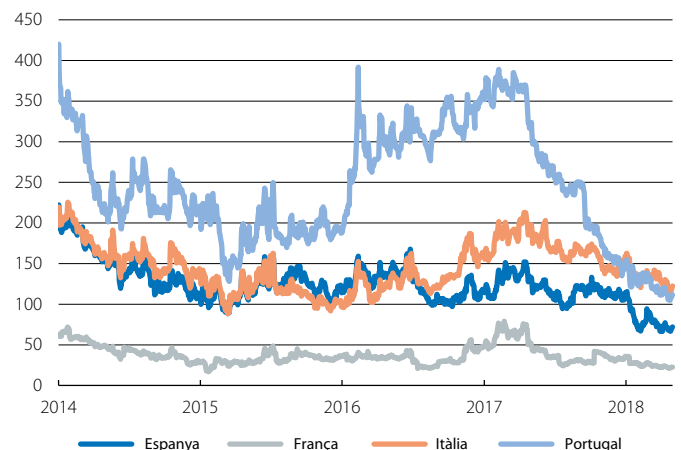
(%)



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.

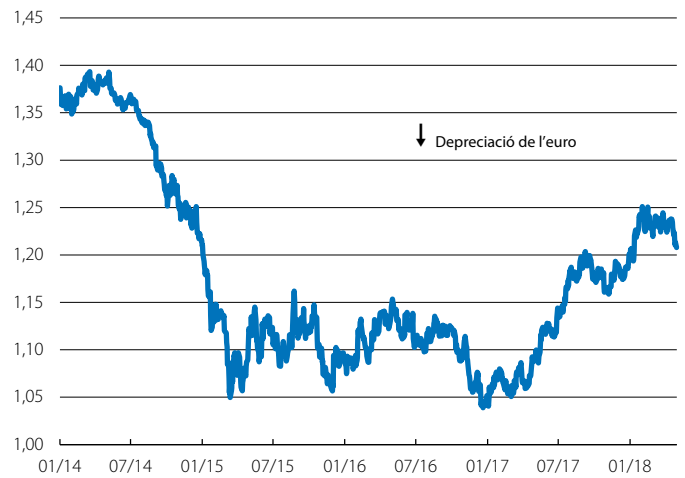
geni (una visió que compartim des de CaixaBank Research), i, per aquest motiu, el president Draghi va recalcar que la seva confiança en la recuperació de la inflació es manté sense canvis. No obstant això, Draghi també va assenyalar que, en els últims mesos, s'han intensificat els riscos negatius sobre el creixement global (en especial per factors de naturalesa geopolítica i comercial). D'aquesta manera, el BCE va ajornar fins al juny i juliol els anuncis sobre el futur del programa d'actius, el final orientatiu del qual està fixat per al setembre. En aquest sentit, des de CaixaBank Research, esperem que s'allargui fins al desembre del 2018 i que es posi fi a les compres netes de manera escalonada. Més enllà d'aquest horitzó, s'espera que el BCE implementi una retirada molt gradual de l'estímul monetari, i, en aquest sentit, a la reunió de l'abril, el CG també va reiterar la intenció de mantenir els tipus d'interès en els nivells actuals més enllà del final de les compres netes d'actius, i Draghi va defensar que la política monetària evolucionarà seguint una estratègia de paciència, de prudència i de perseverança.

**El dòlar recupera una mica de terreny.** Després de mantenir-se estable en la primera meitat d'abril, el dòlar va revertir una part de la feblesa mostrada en els últims mesos i es va apreciar el 2,1% enfront de les principals divises internacionals. Així, el dòlar es va apreciar el 2,0% enfront de l'euro (el canvi del qual va flexionar lleugerament a la baixa fins als 1,21 dòlars per euro), l'1,8% enfront de la lliura esterlina i el 2,9% enfront del ien japonès. El dòlar també va recuperar terreny en relació amb les divises emergents, moltes de les quals es van veure afectades per factors polítics idiosincràtics. Així, el canvi més negatiu enfront del dòlar el van exhibir el ruble rus (el 10,2%, amb el rerefons geopolític comentat més amunt), el real brasiler (el 6,1%, afeblit per l'augment de la incertesa sobre les properes eleccions presidencials, provocat per l'empresonament de l'expresident Lula da Silva), el peso mexicà (el 2,9%, amb Mèxic encarant les eleccions presidencials del proper juliol) i la lira turca (el 2,7%, amb els desequilibris macroeconòmics de fons comentats més amunt).

**S'intensifica la fortalesa del preu del cru.** El preu del barril de Brent va mantenir la tendència a l'alça del mes passat i es va apropar als 75 dòlars per barril, en nivells màxims no assolits des del final del 2014. Malgrat el potencial estabilitzador del preu procedent d'un repunt de la producció de *shale*, la fortalesa del petroli en els últims mesos s'ha basat tant en factors estructurals (fort creixement de la demanda global, retallades de la producció per part de l'OPEP i reducció sostinguda de les existències de cru als EUA) com temporals (incertesa geopolítica, en especial al voltant de la possibilitat que els EUA reintrodueixin les sancions a l'Iran).

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

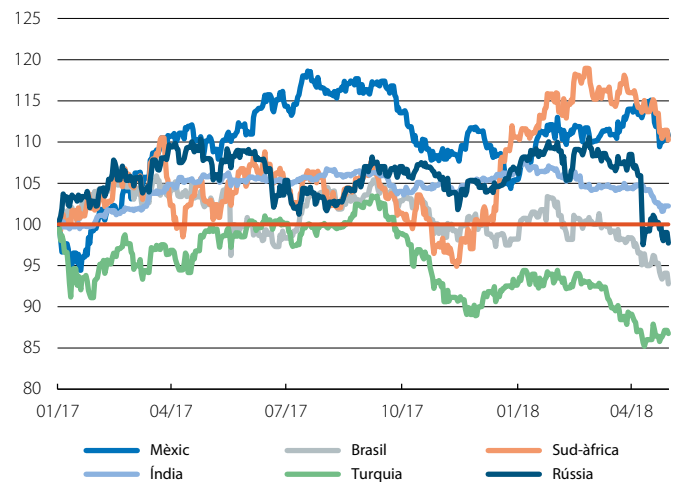
(Dòlar-euro)



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

**Divises emergents enfront del dòlar**

Índex (100 = gener 2017)



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.