

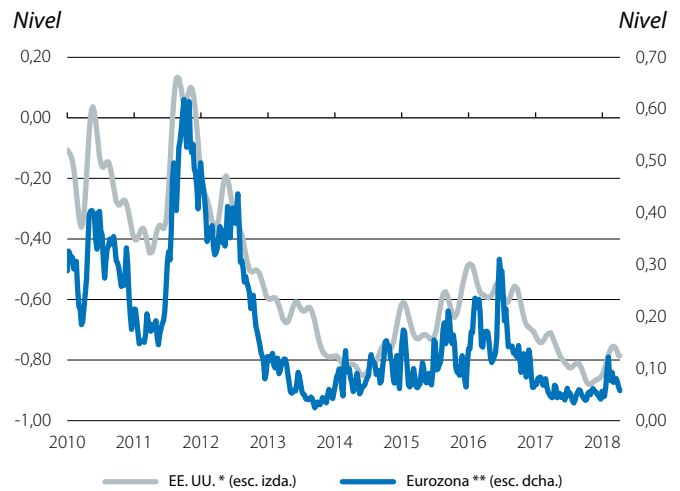
## COYUNTURA · Los mercados financieros avanzan en un entorno más volátil

**La volatilidad se asienta.** La evolución de las cotizaciones financieras en abril refuerza la visión de que el régimen de muy baja volatilidad de los últimos años está quedando atrás de la mano de una política monetaria menos acomodaticia, los temores a un giro proteccionista a nivel global y el aumento de las tensiones geopolíticas. Así, las condiciones financieras se han endurecido moderadamente en los últimos meses (más en EE. UU. que en Europa), como muestran los índices publicados por la Fed en EE. UU. y el Banco Central Europeo (BCE) en la eurozona, mientras que el índice VIX, un popular indicador de la volatilidad, fluctuó en abril alrededor de los 19 puntos, un nivel claramente superior al promedio de 2017. Este cambio en el entorno financiero se respalda en un escenario macroeconómico positivo en el que, a velocidades dispares, la Fed y el BCE retiran gradualmente el estímulo monetario. De este modo, tras años de verse aupadas por un entorno de bajos tipos de interés, las bolsas están acusando el aumento de la volatilidad y, en abril, sufrieron nuevas sesiones de pérdidas (pero menos marcadas que en los meses anteriores), mientras que los tipos de interés soberanos siguieron repuntando, si bien más significativamente en EE. UU. que en la eurozona.

**El FMI enfatiza los riesgos financieros del escenario macroeconómico.** En su informe de estabilidad financiera de abril de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) alerta de que, aunque las condiciones financieras acomodaticias apoyan el crecimiento global a corto plazo, factores como sorpresas al alza en la inflación (seguidas de un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado) o un repunte de la incertidumbre debido a derivas proteccionistas y mayores tensiones comerciales suponen un riesgo para la estabilidad financiera global. Además, el FMI enfatiza tres vulnerabilidades que se han acumulado en los últimos años y que suponen un riesgo para el crecimiento a medio plazo: las elevadas valoraciones de un amplio universo de activos, un significativo endeudamiento de las economías emergentes y la existencia de desequilibrios en la liquidez bancaria en dólares. Así, el FMI avisa de que los inversores deben evitar la complacencia con el actual entorno financiero acomodaticio y deben mantenerse alerta ante los riesgos asociados con aumentos de tipos de interés, mayor volatilidad financiera y una escalada de las tensiones comerciales.

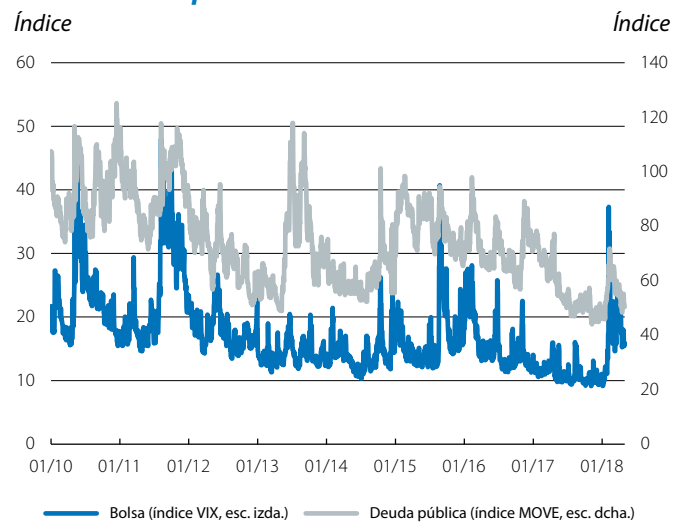
**Las bolsas avanzadas compaginan las ganancias con una mayor volatilidad.** Los principales parqués de las economías avanzadas empezaron el mes de abril con una dinámica errática tras las pérdidas con las que habían acabado el mes de marzo (y que estuvieron estrechamente vinculadas a la escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China). Después de esta indefinición inicial, los parqués mantuvieron un tono cons-

### Indicadores de las condiciones financieras



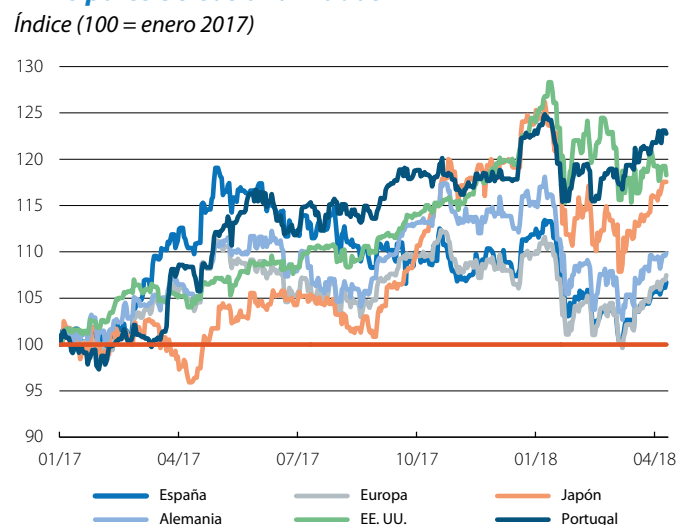
**Nota:** \* Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago.  
**\*\*** Indicador de estrés sistémico del BCE (media móvil de dos semanas).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### 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.

tructivo prácticamente hasta la última semana de abril, cuando las pérdidas volvieron a irrumpir en las bolsas avanzadas entre una mezcla de mayores temores inflacionistas, repuntes de los tipos de interés soberanos y un mal desempeño bursátil de los valores tecnológicos. Con todo, en el conjunto del mes, los principales índices de las economías avanzadas cerraron en positivo, con ganancias moderadas en EE. UU. (S&P 500 +0,3%) y mayores revalorizaciones en Europa (Eurostoxx 50 +5,2%, DAX alemán +4,3%, CAC francés +6,8%, MIB italiano +7,0%, Ibex 35 +4,0% y PSI portugués +2,9%).

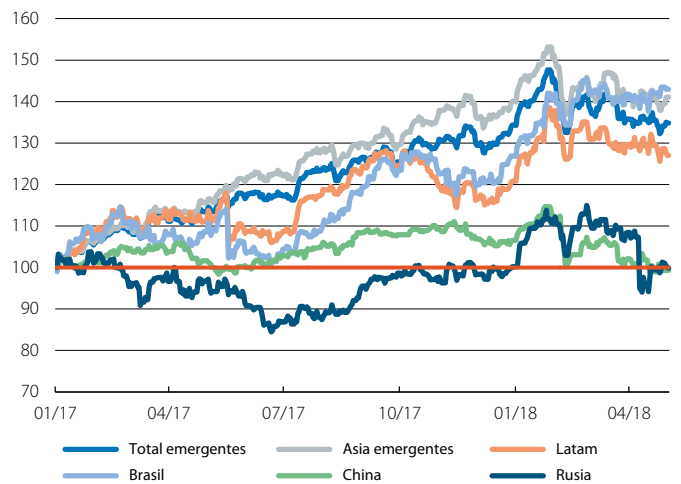
**La volatilidad penaliza más a las bolsas emergentes.** Al igual que en las economías avanzadas, los índices bursátiles de las economías emergentes empezaron el mes de abril con una dinámica errática y sesiones en negativo. Sin embargo, en las bolsas emergentes, la volatilidad y las pérdidas se mantuvieron presentes durante el resto del mes y el índice MSCI para el conjunto de la región terminó abril con unas pérdidas acumuladas del 0,6%. Aunque los retrocesos fueron generalizados entre los índices latinoamericanos (índice MSCI para América Latina -1,5%) y también afectaron a los asiáticos (índice MSCI para Asia emergente 0,0% y bolsa de Shanghai -2,7%), los casos de la bolsa rusa y turca merecen una mención especial. En Rusia, el índice RTS se desplomó más de un 15% entre el 9 y el 10 de abril (a raíz de un repunte de las tensiones geopolíticas con EE. UU. y la expectativa de nuevas sanciones sobre la economía rusa) y acabó el conjunto del mes con unas pérdidas del 7,6%, mientras que, en Turquía, la bolsa de Estambul acumuló un retroceso del 9,3% en medio de un mayor foco inversor en el deterioro de los desequilibrios macroeconómicos de la economía otomana y la convocatoria de elecciones anticipadas por parte del presidente Recep Tayyip Erdoğan.

**Repunte de los tipos soberanos estadounidenses y más contención en la eurozona.** En abril, los tipos soberanos estadounidenses repuntaron de nuevo con fuerza de la mano de una mayor confianza de los inversores en la estrategia de la Fed de endurecer gradualmente las condiciones financieras. Así, el tipo de interés soberano a dos años aumentó en 22 p. b., mientras que el tipo a 10 años repuntó en 21 p. b. y superó temporalmente el umbral del 3,0% por primera vez desde enero de 2014 (esta dinámica de mayores repuntes en el tramo corto ha empezado a suscitar temores de una próxima recesión en EE. UU., algo que analizamos este mes en el Focus «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.»). Por su parte, en Europa, los tipos soberanos se encuentran más anclados por la expectativa de que la retirada del estímulo monetario del BCE sea muy gradual y, por ello, su repunte fue más moderado, con incrementos del tipo soberano de Alemania alrededor de los 6 p. b. y el mantenimiento de las primas de riesgo en niveles contenidos.

**El BCE pospone para el verano nuevas decisiones de política monetaria.** En su reunión de abril, el BCE mantuvo inalterados los tipos de interés de referencia y recordó que las compras netas de activos proseguirán a un ritmo mensual de 30.000 millones de euros hasta, al menos, el próximo septiembre. La

**Bolsas emergentes por geografía**

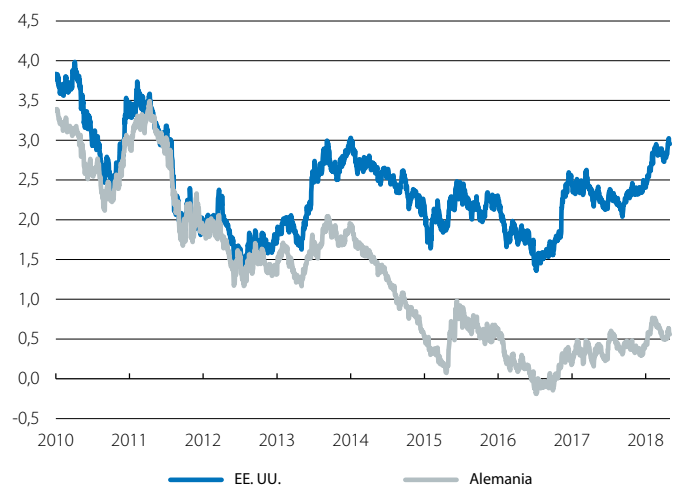
Índice (100 = enero 2017)



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

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

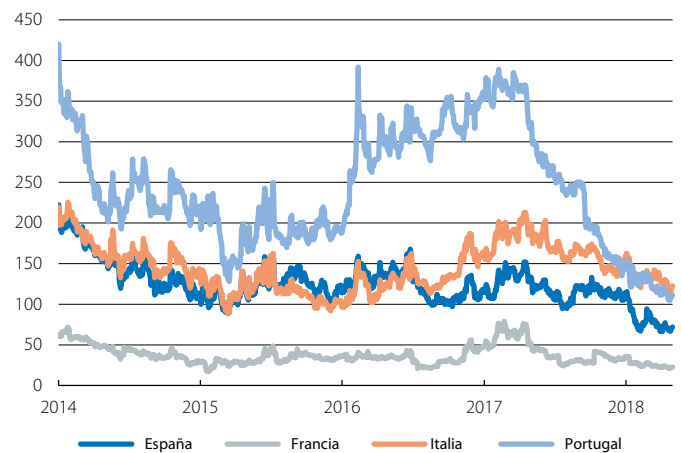
(%)



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.

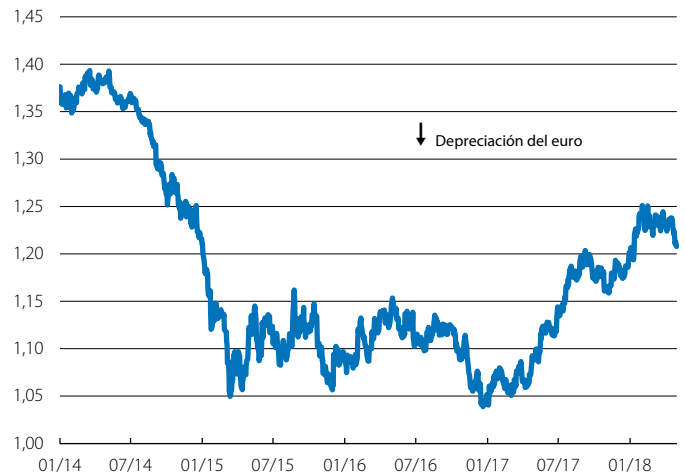
reunión, que tampoco aportó novedades sobre el futuro del programa de compras de activos, se centró en la valoración de la reciente desaceleración de los indicadores de actividad de la eurozona. En conjunto, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE considera que los indicadores siguen respaldando un escenario de crecimiento sólido y homogéneo (una visión que compartimos desde CaixaBank Research) y, por ello, el presidente Draghi recalcó que su confianza en la recuperación de la inflación permanece inalterada. No obstante, Draghi también señaló que, en los últimos meses, se han acentuado los riesgos negativos sobre el crecimiento global (especialmente por factores de naturaleza geopolítica y comercial). De este modo, el BCE pospuso para junio y julio los anuncios sobre el futuro de su programa de activos, cuyo final orientativo está fijado para septiembre y que, desde CaixaBank Research, esperamos que se alargue hasta diciembre de 2018, poniendo fin a las compras netas de manera escalonada. Más allá de este horizonte, se espera que el BCE implemente una retirada muy gradual del estímulo monetario y, en este sentido, en la reunión de abril, el CG también reiteró su intención de mantener los tipos de interés en los niveles actuales más allá del fin de las compras netas de activos, y Draghi defendió que la política monetaria evolucione según una estrategia de paciencia, prudencia y perseverancia.

**El dólar recupera un poco de terreno.** Tras mantenerse estable en la primera mitad de abril, el dólar revirtió parte de la debilidad mostrada en los últimos meses y se apreció un 2,1% frente a las principales divisas internacionales. Así, el dólar se apreció un 2,0% frente al euro (cuyo cruce flexionó ligeramente a la baja hasta los 1,21 dólares por euro), un 1,8% frente a la libra esterlina y un 2,9% frente al yen japonés. El dólar también recuperó terreno respecto a las divisas emergentes, muchas de las cuales se vieron afectadas por factores políticos idiosincráticos. Así, el peor desempeño frente al dólar lo exhibieron el rublo ruso (10,2%, con el trasfondo geopolítico comentado anteriormente), el real brasileño (6,1%, debilitado por el aumento de la incertidumbre alrededor de las próximas elecciones presidenciales provocado por el encarcelamiento del expresidente Lula de Silva), el peso mexicano (2,9%, con México encarando las elecciones presidenciales del próximo julio) y la lira turca (2,7%, con los desequilibrios macroeconómicos de fondo comentados anteriormente).

**El precio del crudo acentúa su fortaleza.** El precio del barril de Brent mantuvo la tendencia al alza del pasado mes y se situó cerca de los 75 dólares por barril, en niveles máximos no alcanzados desde finales de 2014. Pese al potencial estabilizador del precio procedente de un repunte de la producción de *shale*, la fortaleza del petróleo en los últimos meses se ha sustentado tanto en factores estructurales (fuerte crecimiento de la demanda global, recortes de la producción por parte de la OPEP y reducción sostenida de las existencias de crudo en EE. UU.) como temporales (incertidumbre geopolítica, especialmente alrededor de la posibilidad de que EE. UU. reintroduzca las sanciones a Irán).

**Cotización del euro frente al dólar**

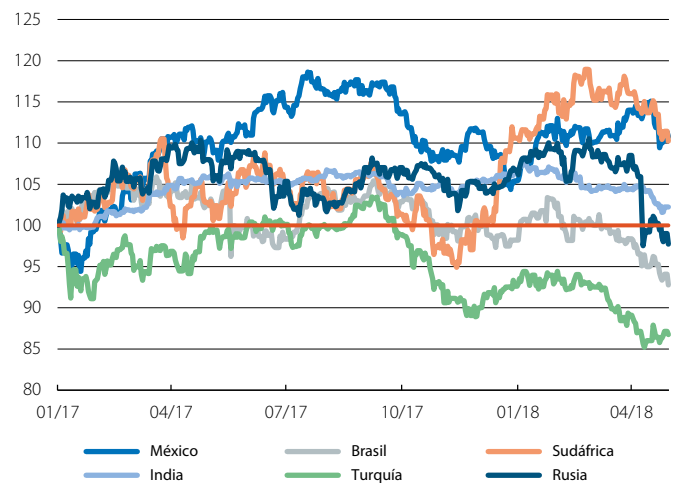
(Dólar-euro)



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

**Divisas emergentes frente al dólar**

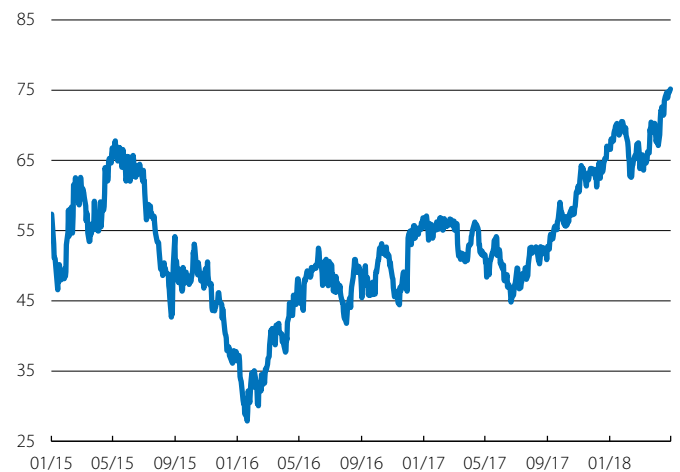
Índice (100 = enero 2017)



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.