

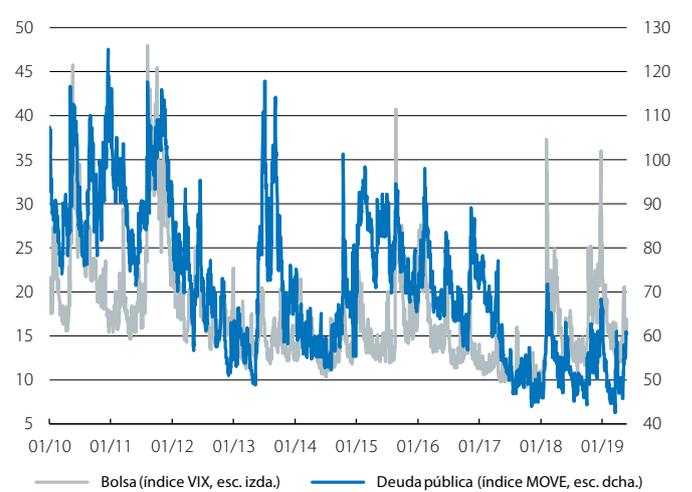
## La aversión al riesgo se impone entre los inversores

**Las tensiones comerciales desestabilizan los mercados financieros.** Rompiendo con la relativa bonanza que había dominado el escenario financiero durante los primeros meses del año, en mayo la aversión al riesgo se impuso en los mercados globales. El optimismo de los inversores de los anteriores meses, sustentado en la reconducción de las tensiones comerciales, el freno en el endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales y unos datos económicos favorables, viró bruscamente cuando la Administración estadounidense anunció un aumento de aranceles sobre las importaciones chinas. Este anuncio, que sorprendió al mercado, supuso un reajuste de las expectativas por parte de los inversores y despertó los temores a que las tensiones comerciales se cobren un mayor precio en términos de crecimiento económico. Así, ello se tradujo en un repunte de la volatilidad y la aversión al riesgo, lo que aumentó la preferencia por los activos considerados refugio (como la deuda soberana de EE. UU. y Alemania, el dólar y el oro). En este contexto de mayor incertidumbre, por otro lado, los bancos centrales mantuvieron sus mensajes de paciencia, reiteraron la intención de no endurecer la política monetaria próximamente, y ofrecieron una visión relativamente positiva del entorno macroeconómico a medio plazo, destacando, sin embargo, que los riesgos continúan sesgados a la baja.

**Las bolsas se tambalean.** Durante los primeros cuatro meses del año, el optimismo inversor se había traducido en importantes revalorizaciones en las bolsas (índice MSCI mundial +15,6%). En mayo, sin embargo, las tornas cambiaron. El repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y la publicación de unos datos de actividad que confirman que la economía mundial avanza a un ritmo más moderado mermaron el sentimiento inversor. Tal fue la relevancia que le otorgaron los inversores a estos aspectos, que quedaron en un segundo plano las sorpresas positivas de la temporada de resultados empresariales del 1T en las principales economías (lideradas por los sectores de consumo y tecnología). Así, en un entorno de mayor incertidumbre y volatilidad, las pérdidas se extendieron a lo largo de los mercados bursátiles mundiales y el S&P 500, el EuroStoxx 50 y el índice MSCI para el conjunto de los emergentes retrocedieron cerca de un 7%. Por regiones, las pérdidas fueron especialmente intensas en las bolsas asiáticas, y el índice MSCI para Asia emergente retrocedió alrededor de un 9%. En América Latina, por su parte, las bolsas se movieron más al son de factores idiosincráticos de la región y el índice MSCI de América Latina retrocedió menos de un 2,5%.

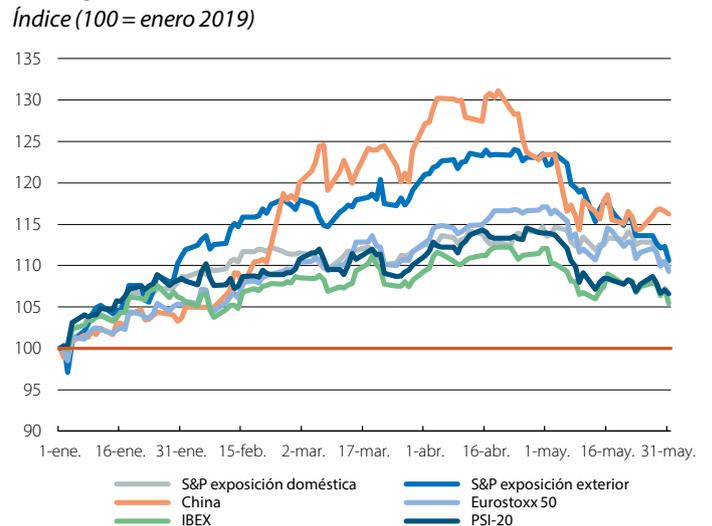
**Los tipos de interés soberanos se sitúan en mínimos.** En los mercados de renta fija, el incremento de aversión al riesgo se tradujo en un giro en las preferencias de los inversores, que optaron por activos considerados más seguros, como la deuda soberana de EE. UU. y Alemania. Ello empujó los tipos de interés soberanos a 10 años de ambas economías a niveles mínimos, de dos años en el caso del *treasury* americano y de tres en el del *bund* (que volvió a adentrarse en el terreno negativo). Además,

### Volatilidad implícita en los mercados financieros



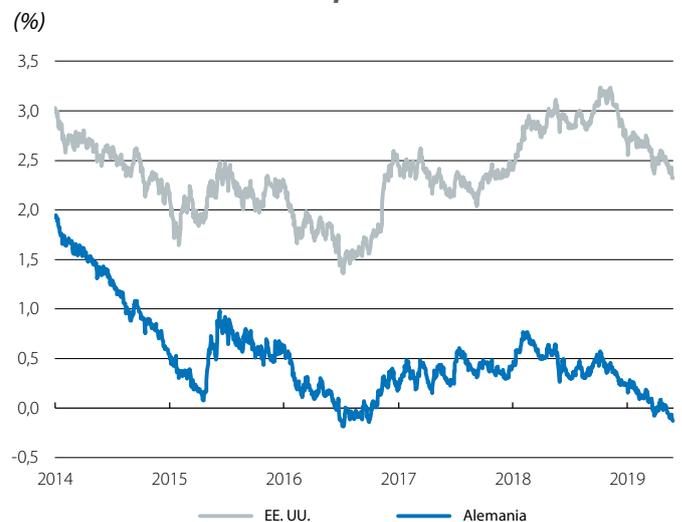
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Principales bolsas internacionales



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.

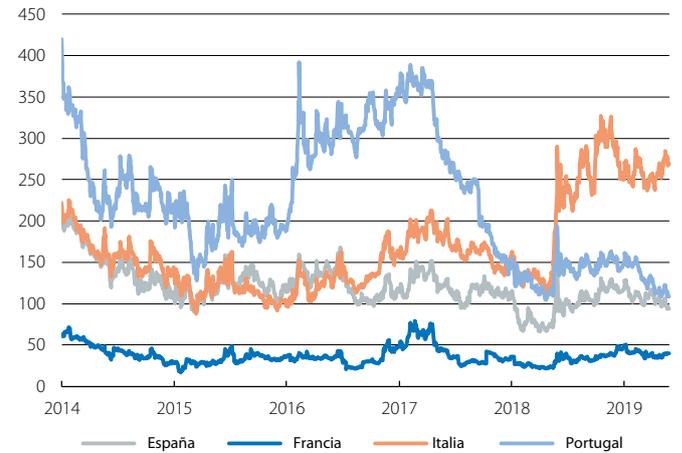
la curva soberana estadounidense volvió a invertirse, con un tipo de interés a 10 años por debajo del tipo soberano a 3 meses (lo que tradicionalmente ha sido una señal anticipada de recesión, aunque hay motivos para pensar que esta vez puede ser diferente, como hemos analizado en anteriores publicaciones). Por su parte, las primas de riesgo se redujeron en España y Portugal, aunque en menor cuantía que en abril, y situaron la rentabilidad de los bonos a 10 años en nuevos mínimos históricos, al terminar el mes por debajo del 0,80% y 0,90%, respectivamente. Por el contrario, en Italia, el aumento de las tensiones alrededor de la política fiscal del Gobierno y las declaraciones contradictorias al respecto empujaron al alza la prima de riesgo transalpina.

**El dólar mantiene su fortaleza y el petróleo retrocede.** El aumento de los temores entre los inversores y su preferencia por los activos más seguros respaldaron la apreciación del dólar estadounidense frente al resto de las principales divisas, y en especial frente al yuan chino, en un movimiento que contrasta con la ligera tendencia a la depreciación del dólar en los anteriores meses. Caso particular fue el del yen japonés que, en su papel de valor refugio ante las turbulencias financieras, se apreció frente al dólar, mientras que la libra esterlina se debilitó debido al aumento de la incertidumbre sobre el futuro del Gobierno británico y el *brexit*. En los mercados de materias primas, el precio de los metales industriales, altamente correlacionado con el ciclo económico, descendió a niveles de hace dos años fruto de los temores sobre los efectos que la disputa comercial pueda tener en el crecimiento global. Por su parte, el precio del barril de Brent se mostró más volátil que en los anteriores meses, al debatirse entre las presiones alcistas por parte de factores de oferta (las sanciones impuestas por parte de EE. UU. a Irán, las tensiones en Oriente Medio y la expectativa de que la OPEP extienda los recortes de producción en su reunión del 25 y 26 de junio) y las presiones bajistas de demanda (relacionadas con el giro pesimista del sentimiento inversor en mayo), que terminaron imponiéndose y arrastraron el precio del Brent hacia los 65 dólares por barril a cierre de mes.

**A la espera de sus reuniones de junio, los bancos centrales reiteran los mensajes de paciencia.** Frente a las turbulencias financieras del mes, los miembros de los principales bancos centrales (que no tuvieron reuniones de política monetaria en mayo) siguieron señalando, a través de sus distintas comunicaciones públicas, la intención de no endurecer su política monetaria en los próximos meses. Así, tal y como reflejan las actas de las últimas reuniones del BCE (10 de abril) y la Fed (1 de mayo), los principales bancos centrales se mantienen prudentes debido a la presencia de riesgos bajistas, aunque sostienen una visión positiva del escenario económico a medio plazo. Por otro lado, ambas instituciones coincidieron en destacar que las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas, lo que respalda una actitud paciente en los próximos meses. No obstante, distintos miembros de la Fed defendieron que los factores que han lastrado la inflación estadounidense son temporales y se desvanecerán en los próximos meses, mientras que en Europa los miembros del BCE destacaron que las señales de mayor dinamismo salarial refuerzan la confianza en la recuperación de la inflación a medio plazo.

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

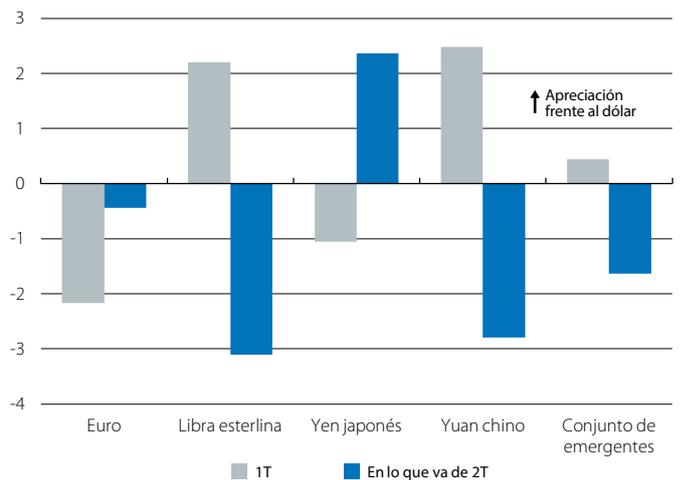
(p. b.)



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

**Divisas internacionales frente al dólar**

Variación (%)



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

**Precios de materias primas**

(Dólares por barril)

Índice (100 = enero 2015)



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