

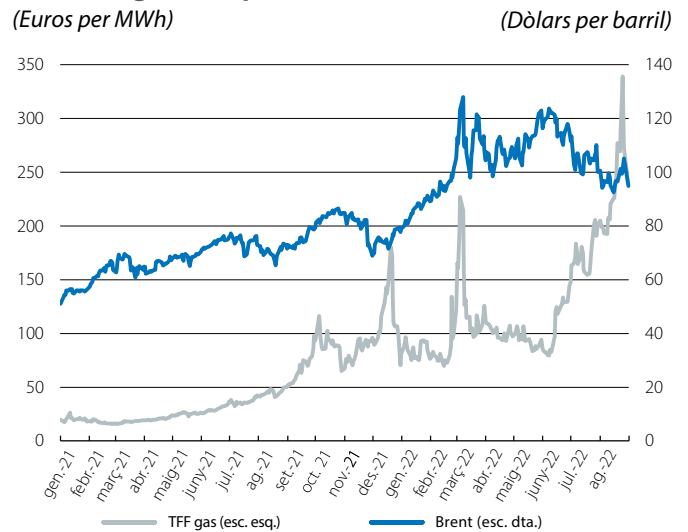
## El xoc energètic sacseja els mercats financers

**La crisi energètica s'aguditza...** La intensificació de la crisi energètica va ser el factor amb més pes als mercats financers durant els mesos d'estiu. Les interrupcions en el subministrament de gas a Europa des de Rússia (reducció del flux via Nord Stream 1 des del 40% al 20% de la seva capacitat al juliol i tancament temporal al final d'agost), sumades a les altes temperatures i a les sequeres de l'estiu, van comportar un fort repunt en els preus del gas natural a Europa, que, en el cas de l'índex de referència TTF, va arribar a cotitzar en els 340 €/MWh, rècord històric i més del doble que al final de juny. Al tancament de l'agost, els mercats futurs anticipaven que el preu es mantindria per damunt dels 200 €/MWh, almenys, fins a mitjan 2023, una senda que estendria les pressions inflacionistes i que podria comportar un enduriment en l'estratègia de normalització de la política monetària. En aquest sentit, les intervencions més recents tant dels membres de la Reserva Federal com del BCE han mostrat una disposició clara a continuar apujant els tipus oficials per frenar la inflació elevada. En aquest context, durant el mes de setembre, som en procés de revisió de les nostres principals previsions macrofinanceres. El nou escenari plantejarà, entre altres elements, un ritme de pujades de tipus una mica més accelerat als principals bancs centrals.

**... i agita la calma tensa als mercats financers.** El daltabaix al mercat del gas i el *to hawkish* dels bancs centrals van desencadenar un xoc negatiu de confiança als mercats financers i van interrompre el bon moment que s'havia registrat en els actius de risc al llarg del juliol. Així, l'ajust a l'alça en les expectatives d'inflació i, conseqüentment, en els tipus implícits dels mercats monetaris es va reflectir en un ascens marcat dels tipus sobirans (72 p. b., fins a l'1,5%, per al *bund* alemany; 54 p. b., fins al 3,2%, per al bo equivalent a 10 anys nord-americà al final d'agost) i en un aplanament de les corbes sobiranes. Per la seva banda, les borses internacionals van tancar l'agost amb caigudes mensuals (el 5,1% per a l'Euro Stoxx 50 i el 4,2% per a l'S&P 500), la qual cosa va revertir de forma parcial els guanys del mes de juliol (el 7,3% i el 9,1%, respectivament). Mentrestant, el preu del petroli va fluctuar al voltant dels 100 dòlars per barril de Brent al llarg del juliol i de l'agost; els temors de recessió exercien pressió a la baixa sobre els preus, i les possibles retallades de producció per part de l'OPEP atenuaven les caigudes.

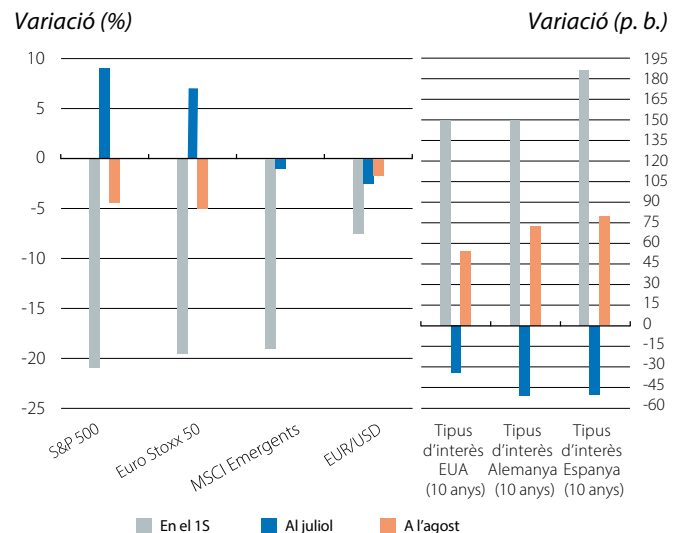
**El BCE abandona els tipus negatius i dona suport al deute perifèric.** En la reunió del 21 de juliol, el BCE va sorprendre en anunciar una pujada de 50 p. b. en els tipus oficials, el doble del que havia comunicat en la reunió anterior, i va abandonar, així, els tipus d'interès negatius. Aquest increment superior a l'esperat va ser justificat per la persistència de les pressions inflacionistes, un risc que s'ha intensificat en les últimes setmanes per la situació al mercat del gas. En aquest sentit, els missatges més recents dels membres del Consell de Govern apunten

### Preus del gas i del petroli



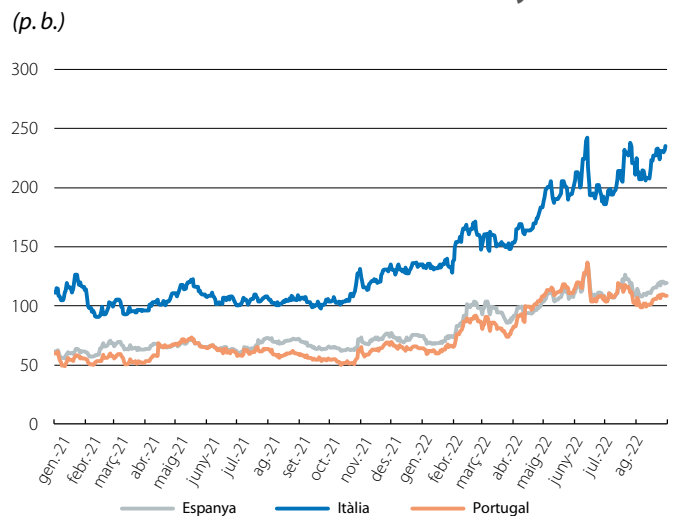
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Variables financeres seleccionades



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

### Primes de risc en el deute sobirà a 10 anys



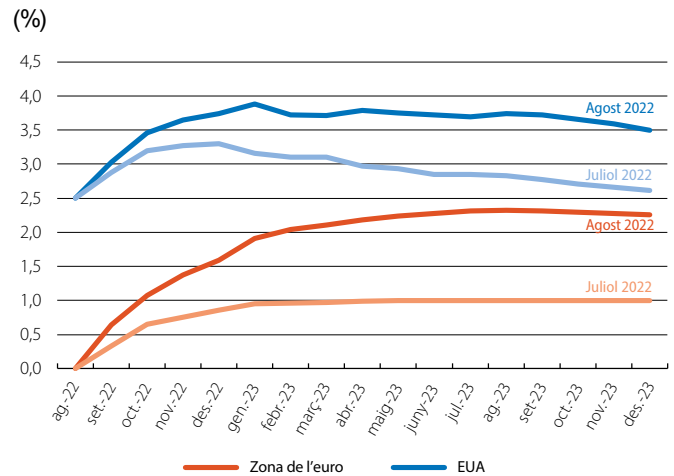
Nota: Diferencial amb el tipus sobirà a 10 anys a Alemanya.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

a un suport generalitzat per continuar ajustant els tipus a l'alça, tot i que es percep una certa divergència pel que fa al ritme de les pujades, amb els membres més *hawkish* mostrant-se a favor d'incrementar l'ajust a 75 p. b. tan aviat com a la reunió del setembre. Al tancament de l'agost, els mercats monetaris cotitzaven que el BCE apujaria els tipus oficials en 150 p. b. entre el setembre i el desembre i en 75 p. b. al llarg del 2023. Per la seva banda, el BCE també va aprovar al juliol el *Transmission Protection Instrument* (TPI), la nova eina antifragmentació, que li permet adquirir, sota un cert criteri, deute sobirà dels països on les primes de risc augmentin de forma «no desitjada o desordenada». L'anunci del TPI i el suport a través de les reinversions (17.000 milions d'euros a favor del deute perifèric al juny-juliol) han contribuït a mantenir relativament contingudes les primes de risc del deute perifèric, fins i tot a Itàlia, malgrat les eleccions anticipades al final de setembre (vegeu el Focus «[El BCE i les primes de risc a la perifèria](#)», en aquest informe).

**La Fed, per la seva banda, manté el ritme de pujades.** Per segona reunió consecutiva, la Reserva Federal va acordar al juliol pujar els tipus d'interès oficials en 75 p. b., fins a l'interval 2,25%-2,50%, al voltant del terreny neutral que ni estimula ni contreu l'economia, segons les pròpies estimacions del banc central. A la conferència de Jackson Hole, el president Jerome Powell va reiterar la intenció del banc central de continuar apujant els tipus per damunt del nivell neutral i de mantenir-los en nivells elevats fins que hi hagi evidències clares que la inflació es modera en línia amb l'objectiu. En contrast, els mercats monetaris aposten que la Fed, probablement, canviarà de curs a partir del 25 2023, quan es cotitza la primera baixada dels tipus oficials, unes expectatives que, malgrat tot, s'han vist corregides a la baixa en les últimes setmanes a causa de l'alta volatilitat. L'elevada incertesa i la ràpida normalització de la política monetària per part de la Fed han donat més suport al dòlar, amb una apreciació (en termes nominals efectius) del 2% des del final de juny fins al final d'agost i cotitzant sobre la paritat en el canvi amb l'euro.

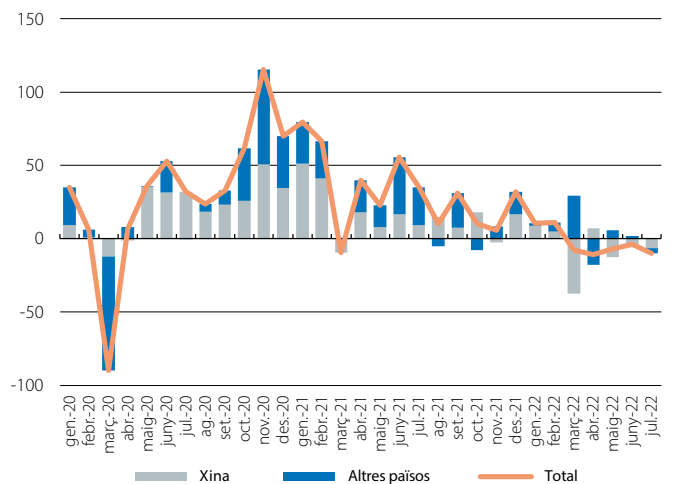
**Sortida neta de capitals dels mercats emergents.** L'augment de la incertesa, l'enduriment de les condicions financeres a Occident i l'escalada de les pressions inflacionistes a nivell mundial van continuar soscant l'interès dels inversors pels països emergents. D'aquesta manera, segons l'Institut Internacional de Finances, al juliol, es va produir un nou descens dels fluxos de cartera nets cap a aquestes economies (-9.799 milions de dòlars), el cinquè mes consecutiu de sortida neta de capitals. Com a resposta, els bancs centrals d'alguns països van aprovar noves pujades dels tipus oficials. L'excepció va ser el banc central de Turquia i el Banc Popular de la Xina. El primer va sorprendre, a l'agost, amb una retallada en el tipus de referència de 100 p. b., fins al 13%, mentre que el segon va acordar un descens de 15 p. b. en la taxa per a crèdits a cinc anys, que serveix de referència per als préstecs hipotecaris. El Govern xinès també va anunciar un pla d'estímul econòmic, amb el gros de les mesures orientades a donar suport al mercat immobiliari.

**Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE**



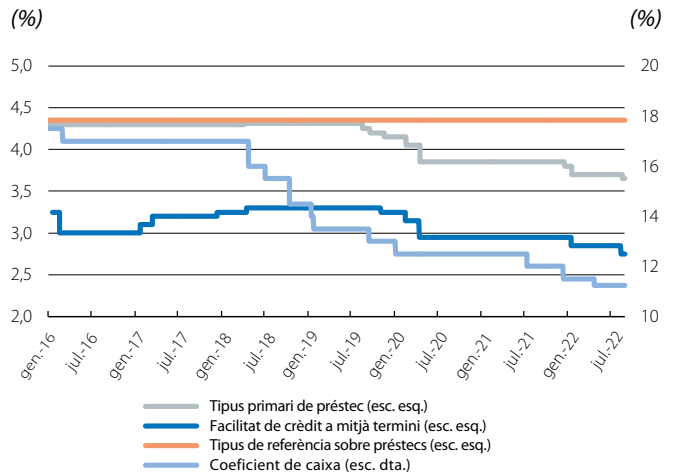
**Nota:** Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Fluxos nets de capital cap a les economies emergents (Milers de milions de dòlars)**



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

**Xina: principals tipus d'interès i coeficients de reserves per a la banca majorista**



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