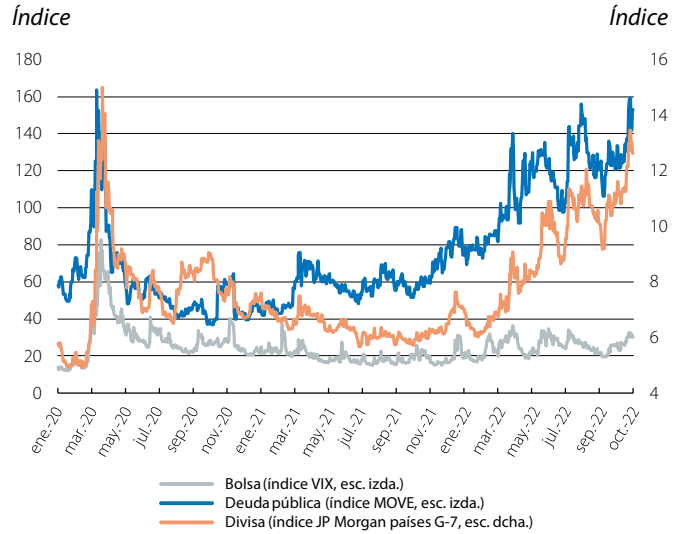


Periodo de turbulencia en los mercados financieros

La volatilidad se amplía. La vuelta de verano estuvo caracterizada por un fuerte repunte de la volatilidad en los mercados financieros en un contexto de elevada incertidumbre y de menor apetito por el riesgo. A la intensificación del conflicto con Rusia y el rápido deterioro de los indicadores macroeconómicos a escala mundial, se sumó el anuncio de un plan de estímulo fiscal en el Reino Unido que detonó las alertas de los inversores sobre la coordinación de la política económica y la sostenibilidad de la deuda soberana. Se teme que un cambio de sesgo hacia una política fiscal expansiva pueda requerir ser compensado con una mayor restricción de la política monetaria. En ese sentido, los bancos centrales mantuvieron el foco en el riesgo inflacionista con subidas sustanciales en los tipos oficiales y con señales de ajustes adicionales en los próximos meses. Así, los tipos de interés implícitos en los mercados monetarios mostraron una revisión al alza en las expectativas de los tipos oficiales en septiembre, lo que desencadenó un tensionamiento generalizado de las condiciones financieras, más notable en el fuerte repunte en los tipos de la deuda soberana y el fortalecimiento del dólar. Las turbulencias y disrupciones en algunos mercados dieron lugar a intervenciones inesperadas por parte de algunas autoridades monetarias.

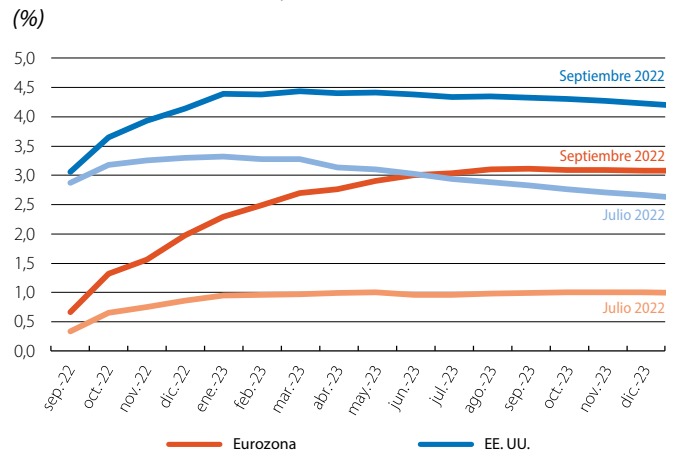
El BCE y la Fed endurecen el tono y suben los tipos de interés notablemente. Tras la continuidad de las presiones inflacionistas durante el verano, los inversores intensificaron, aún más si cabe, el foco de atención en las respectivas reuniones del BCE y la Fed de septiembre. De una parte, la entidad europea decidió subir los tipos de interés oficiales en 75 p. b., algo no visto en su historia. Justificó el aumento por la elevada inflación de la eurozona y la expectativa de que esta permanecerá por encima del 2% durante un largo periodo de tiempo, aspecto por el cual Christine Lagarde anticipó más subidas de tipos en los próximos meses, «más de dos y menos de cinco», según la presidenta. El endurecimiento de las condiciones financieras vino acompañado de una profunda revisión a la baja de las previsiones económicas de la eurozona para la segunda mitad de 2022 y el 1T 2023. Por su parte, la Fed también decidió unánimemente subir los tipos de interés 75 p. b. (hasta el intervalo 3,00%-3,25%), adentrándose en el terreno restrictivo (por encima del 2,5%, nivel que el banco central considera como neutral). Estima que las presiones inflacionistas se mantendrán muy elevadas en los próximos meses y, bajo el compromiso de restablecer la estabilidad de precios, Jerome Powell mostró la fuerte determinación de los miembros de la Fed de seguir endureciendo la política monetaria hasta que haya una clara tendencia a la baja en los precios y a pesar de que pueda perjudicar al crecimiento económico. Según el votante medio del FOMC, serían necesarias subidas de los tipos de 1,25 p. p. este año y de 0,25 p. p. en 2023 para alcanzar el nivel deseado de endurecimiento monetario. En el resto de las economías avanzadas, los bancos centrales de Inglaterra, Suiza, Canadá y Suecia también optaron por subir sus tipos de interés (50, 75 y 100 p. b., respectivamente), en un intento por doblegar el auge de

Volatilidad implícita en los mercados financieros



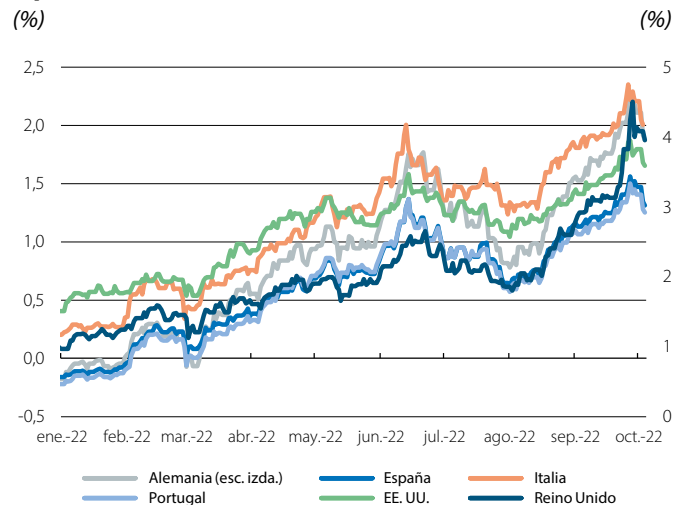
Nota: Datos a 3 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia del BCE y de la Fed



Notas: Forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado. Datos a 30 de septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Notas: EE. UU., Reino Unido, España, Italia y Portugal, escala derecha. Datos a 3 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

los precios al consumo y evitar un mayor deterioro de sus divisas frente al dólar.

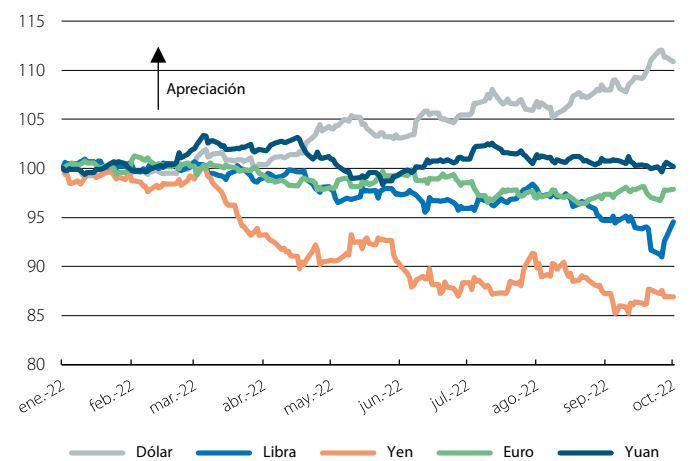
La rentabilidad de la deuda soberana asciende en medio de la volatilidad. La confirmación de los planes monetarios más agresivos en EE. UU. y en la eurozona sacudieron los mercados de renta fija. En ambos casos, las curvas de gobierno experimentaron alzas notables de rentabilidad en septiembre, con especial relevancia en los tramos más cortos (+79 p. b. hasta el 4,28% el *treasury* a 2 años y +56 p. b. hasta el 1,76% el Schatz alemán a 2 años, en septiembre) guiados por las expectativas de los inversores sobre la cuantía y rapidez de las subidas en los tipos de interés por parte de los bancos centrales. En la eurozona, las primas de riesgo se mantuvieron relativamente estables, a pesar del incremento puntual del diferencial italiano en las sesiones posteriores a las elecciones presidenciales. En Europa, todavía gran parte de la atención estuvo en el brusco descenso de los precios de los bonos británicos tras el anuncio del Gobierno de una bajada de impuestos histórica para los próximos cinco años (160.000 millones de libras). Ante la creciente percepción de inestabilidad económica y financiera generada por el anuncio, el Banco de Inglaterra intervino en el mercado de bonos comprometiéndose a comprar bonos soberanos (*gilts*) a largo plazo por valor de 65.000 millones de libras. En las primeras sesiones de octubre, esta actuación y el empeoramiento de algunos datos de actividad en EE. UU. ayudaron a rebajar la presión alcista sobre las curvas soberanas mundiales.

El dólar extiende su avance. La subida de los *fed funds*, el deterioro de las perspectivas de crecimiento global por la guerra en Ucrania y la crisis energética siguieron alimentando la fortaleza del dólar a máximos en casi dos décadas. Esta situación llevó a varios bancos centrales a tener que intervenir para detener la depreciación de sus divisas, como el Banco de Japón (por primera vez desde 1998) o el de Inglaterra, que logró dar cierto respaldo a la libra a través de la compra de bonos. Los bancos centrales de los países emergentes también redoblaron la vigilancia ante la depreciación de sus divisas, y el Banco Popular de China incluso advirtió de una posible intervención para defender la estabilidad del yuan.

Las bolsas y el petróleo acumulan nuevos descensos. En este contexto, la aversión al riesgo se impuso y los principales índices bursátiles concluyeron septiembre con nuevos descensos en el total del mes (S&P 500 -24,8% y EuroStoxx 50 -22,8%, en el año), resultado del impacto que el tensionamiento de las condiciones financieras y económicas tendrá sobre los márgenes empresariales. En los mercados de materias primas, las dudas en torno al crecimiento económico mundial y la resistencia del dólar también determinaron la trayectoria bajista del precio del barril de Brent hasta los niveles anteriores al comienzo de la guerra. Asimismo, el aumento de las reservas de gas natural en la UE de cara al invierno permitió la moderación de los precios del gas natural (TTF holandés), a pesar de la interrupción del suministro a través de Nord Stream 1. Sin embargo, a comienzos de octubre, los primeros signos de ralentización en la economía estadounidense beneficiaron el sentimiento de los inversores hacia los activos de riesgo, al contemplar la posibilidad de que la Fed tuviera que contener el ritmo de las subidas de los tipos de interés.

Divisas: tipos de cambio nominal efectivo

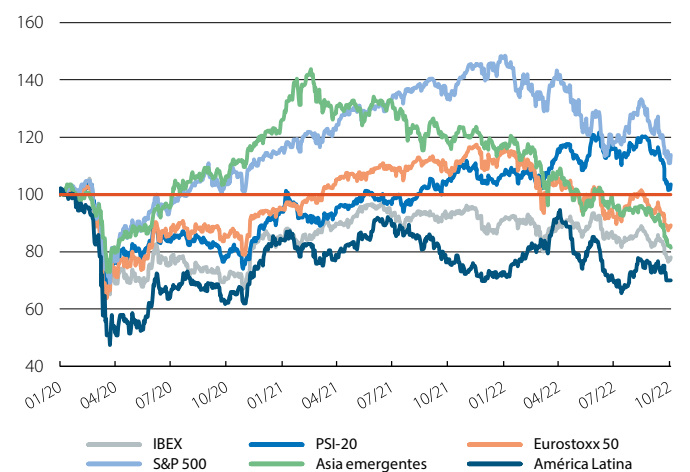
Índice (100 = enero 2022)



Nota: Datos a 3 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Principales bolsas internacionales

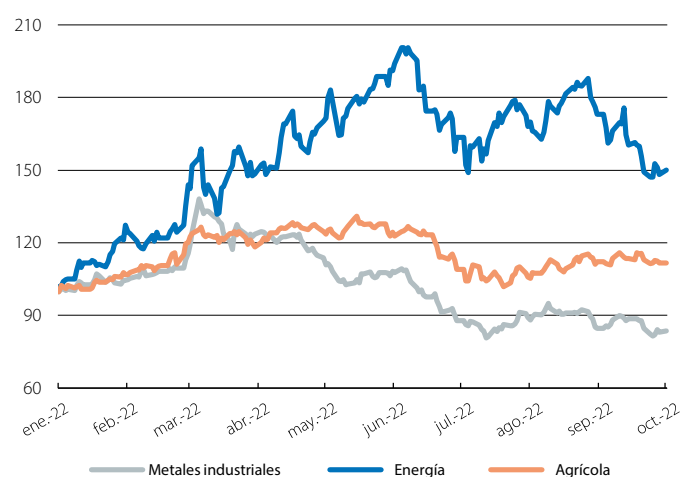
Índice (100 = enero 2020)



Nota: Datos a 3 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Índice de precios de las materias primas

(100 = enero 2022)



Nota: Datos a 3 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.