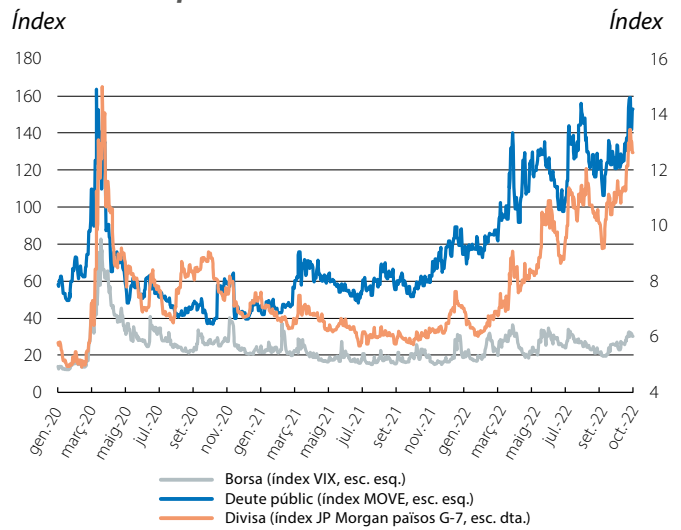


Període de turbulència als mercats financers

La volatilitat s'amplia. El retorn de l'estiu es va caracteritzar per un fort repunt de la volatilitat als mercats financers en un context d'elevada incertesa i de menor apetència pel risc. A la intensificació del conflicte amb Rússia i al ràpid deteriorament dels indicadors macroeconòmics a escala mundial, es va sumar l'anunci d'un pla d'estímul fiscal al Regne Unit que va fer detonar les alertes dels inversors sobre la coordinació de la política econòmica i sobre la sostenibilitat del deute sobirà. Es tem que un canvi de biaix cap a una política fiscal expansiva pugui requerir ser compensat amb una major restricció de la política monetària. En aquest sentit, els bancs centrals van mantenir el focus en el risc inflacionista amb pujades substancials dels tipus oficials i amb senyals d'ajustos addicionals en els propers mesos. Així, al setembre, els tipus d'interès implícits als mercats monetaris van mostrar una revisió a l'alça en les expectatives dels tipus oficials, la qual cosa va desencadenar un tensionament generalitzat de les condicions financeres, més notable en el fort repunt dels tipus del deute sobirà i en l'enfortiment del dòlar. Les turbulències i les disruptcions en alguns mercats van donar lloc a intervencions inesperades per part d'algunes autoritats monetàries.

El BCE i la Fed endureixen el to i apugen de forma notable els tipus d'interès. Després de la continuïtat de les pressions inflacionistes durant l'estiu, els inversors van intensificar encara més el focus d'atenció en les respectives reunions del BCE i de la Fed del setembre. D'una banda, l'entitat europea va decidir apujar els tipus d'interès oficials en 75 p. b., quelcom no vist en la seva història. Va justificar l'augment per l'elevada inflació de la zona de l'euro i per l'expectativa que aquesta romangui per damunt del 2% durant un període llarg de temps, motiu pel qual Christine Lagarde va anticipar més pujades de tipus en els propers mesos, «més de dos i menys de cinc», segons la presidenta. L'enduriment de les condicions financeres va anar acompanyat d'una profunda revisió a la baixa de les previsions econòmiques de la zona de l'euro per a la segona meitat del 2022 i el 1T 2023. Per la seva banda, la Fed també va decidir de forma unànime apujar els tipus d'interès 75 p. b. (fins a l'interval 3,00%-3,25%) i es va endinsar en terreny restrictiu (per damunt del 2,5%, nivell que el banc central considera neutral). Estima que les pressions inflacionistes es mantindran molt elevades en els propers mesos, i, amb el compromís de restablir l'estabilitat de preus, Jerome Powell va mostrar la forta determinació dels membres de la Fed de continuar endurint la política monetària fins que hi hagi una clara tendència a la baixa en els preus i malgrat que pugui perjudicar el creixement econòmic. Segons el votant mitjà del FOMC, serien necessàries pujades dels tipus d'1,25 p. p. enguany i de 0,25 p. p. el 2023 per assolir el nivell desitjat d'enduriment monetari. A la resta d'economies avançades, els bancs centrals d'Anglaterra, de Suïssa, del Canadà i de Suècia també van optar per apujar els tipus d'interès (50, 75 i 100 p. b., respectivament), en un intent per neutralitzar l'auge dels preus

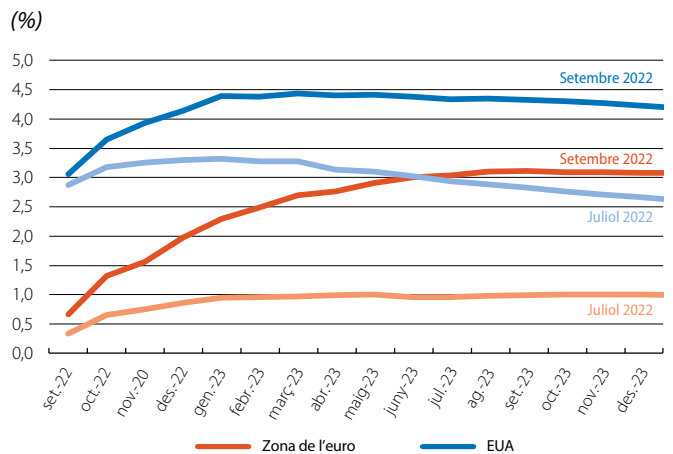
Volatilitat implícita als mercats financers



Nota: Dades a 3 d'octubre.

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

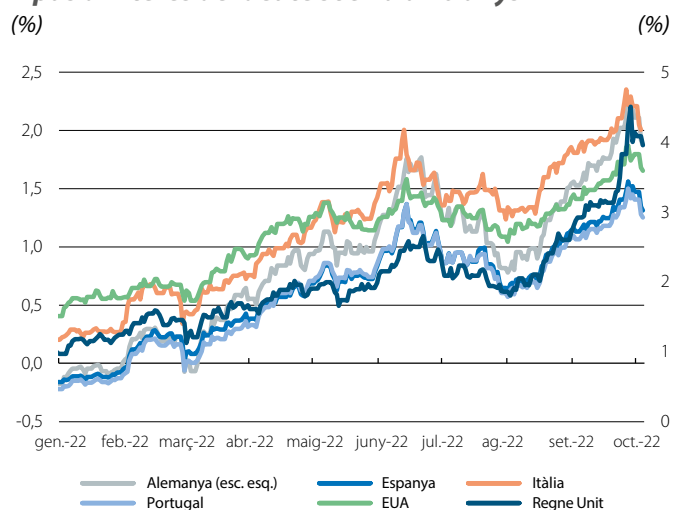
Expectatives sobre els tipus d'interès de referència del BCE i de la Fed



Notes: Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat. Dades a 30 de setembre.

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

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Notes: Els EUA, el Regne Unit, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta. Dades a 3 d'octubre.

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

al consum i evitar un deteriorament més sever de les seves divises enfront del dòlar.

La rendibilitat del deute sobirà puja enmig de la volatilitat.

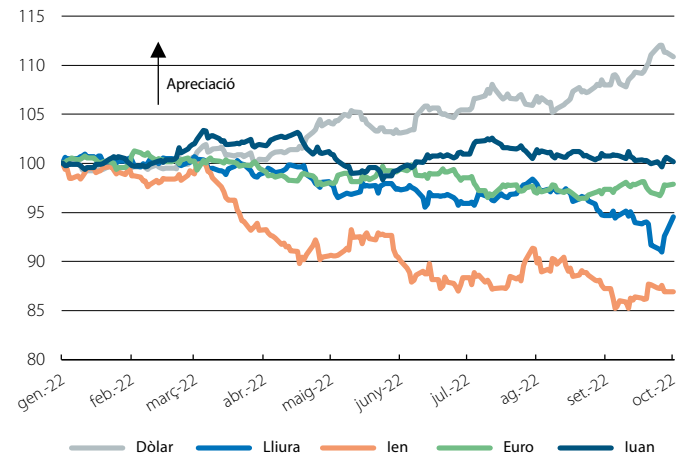
La confirmació dels plans monetaris més agressius als EUA i a la zona de l'euro va sacsejar els mercats de renda fixa. En els dos casos, les corbes de govern van experimentar alces notables de rendibilitat al setembre, amb especial rellevància en els trams més curts (+79 p. b., fins al 4,28%, el *treasury* a 2 anys i +56 p. b., fins a l'1,76%, el *Schatz* alemany a 2 anys), guiades per les expectatives dels inversors sobre la quantia i sobre la rapidesa de les pujades dels tipus d'interès per part dels bancs centrals. A la zona de l'euro, les primes de risc es van mantenir relativament estables, malgrat l'increment puntual del diferencial italià en les sessions posteriors a les eleccions presidencials. A Europa, una gran part de l'atenció es va centrar encara en el descens bruscat dels preus dels bons britànics després de l'anunci del Govern d'una baixada d'impostos històrica en els cinc propers anys (160.000 milions de lliures). Atesa la percepció creixent d'inestabilitat econòmica i financera generada per l'anunci, el Banc d'Anglaterra va intervenir al mercat de bons i es va comprometre a comprar bons sobirans (*gilts*) a llarg termini per valor de 65.000 milions de lliures. En les primeres sessions d'octubre, aquesta actuació i l'empitjorament d'algunes dades d'activitat als EUA van ajudar a rebaixar la pressió alcista sobre les corbes sobiranes mundials.

El dòlar amplia el seu avanç. La pujada dels *fed funds*, el deteriorament de les perspectives de creixement global per la guerra a Ucraïna i la crisi energètica van continuar alimentant la fortalesa del dòlar fins a màxims en gairebé dues dècades. Aquesta situació va dur diversos bancs centrals a haver d'intervenir per aturar la depreciació de les seves divises, com el Banc del Japó (per primera vegada des del 1998) o el d'Anglaterra, que va aconseguir donar un cert suport a la lliura amb la compra de bons. Els bancs centrals dels països emergents també van redoblar la vigilància arran de la depreciació de les seves divises, i el Banc Popular de la Xina fins i tot va advertir d'una possible intervenció per defensar l'estabilitat del iuan.

Les borses i el petroli acumulen nous descensos. En aquest context, l'aversió al risc es va imposar, i els principals índexs borsaris van acabar el setembre amb nous descensos en el total del mes (S&P 500, el -24,8%, i l'EuroStoxx 50, el -22,8%, en l'any), arran de l'impacte que el tensionament de les condicions financeres i econòmiques tindrà sobre els marges empresarials. Als mercats de primeres matèries, els dubtes sobre el creixement econòmic mundial i la resistència del dòlar també van determinar la trajectòria a la baixa del preu del barril de Brent, fins als nivells anteriors a l'inici de la guerra. Així mateix, l'augment de les reserves de gas natural a la UE de cara a l'hivern va permetre la moderació dels preus del gas natural (TTF holandès), malgrat la interrupció del subministrament a través del Nord Stream 1. No obstant això, al començament d'octubre, els primers signes d'alentiment de l'economia nord-americana van beneficiar el sentiment dels inversors cap als actius de risc, en considerar la possibilitat que la Fed hagi de contenir el ritme de les pujades dels tipus d'interès.

Divises: tipus de canvi nominal efectiu

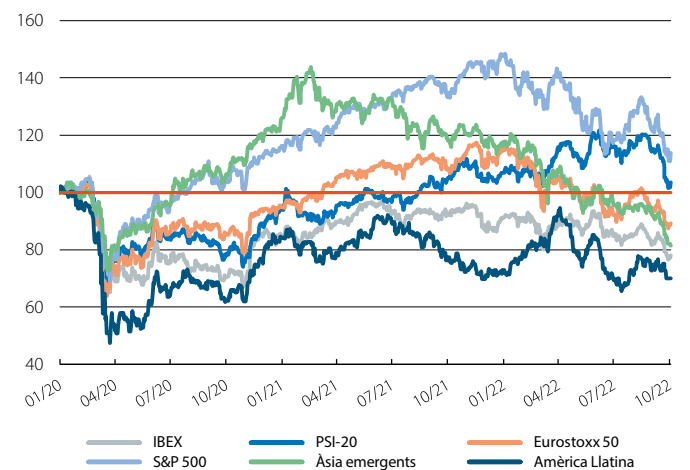
Índex (100 = gener 2022)



Nota: Dades a 3 d'octubre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Principals borses internacionals

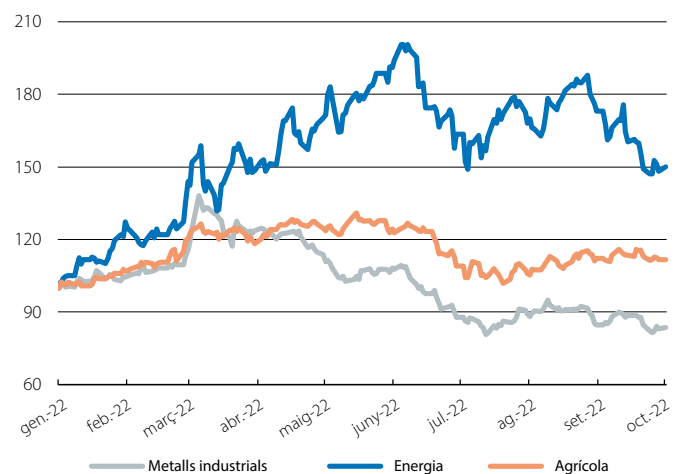
Índex (100 = gener 2020)



Nota: Dades a 3 d'octubre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Índex de preus de les primeres matèries

(100 = gener 2022)



Nota: Dades a 3 d'octubre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.