



## O ESCENARIO FINANCEIRO



---

### III. O ESCENARIO FINANCEIRO

#### III.1. ENTORNO DE MERCADO

A reactivación da económica mundial que se produciu co levantamento das restricións trala crise sanitaria da covid, produciu un importante incremento da demanda a nivel global que, xuntamente cos problemas de abastecemento derivados da escaseza de certas subministracións e dos cuellos de botella na loxística, propiciou a mediados de 2021 un aumento da inflación que, inicialmente, considerouse transitorio.

Porén, o tensionamento dos prezos internacionais dos combustibles, da enerxía e doutras materias primas foise incrementando co paso dos meses. Estes factores víronse agravados coa invasión rusa de Ucraína, agudizando o incremento dos prezos enerxéticos e non enerxéticos e elevando a inflación a niveis nunca vistos a nivel global.

Neste contexto de elevadas e persistentes presións inflacionistas, os bancos centrais de todo o mundo, agás algunha excepción como o Banco de Xapón, foron reaccionado, eliminando os estímulo que se estableceran durante a pandemia e virando a orientación das súas políticas monetarias.

A conxunción de todos estes factores (elevada e persistente inflación, problemas de subministracións, conflito bélico en Ucraína, normalización das políticas monetarias...) foi afectando negativamente á economía global, cunha baixa xeneralizada das expectativas económicas.

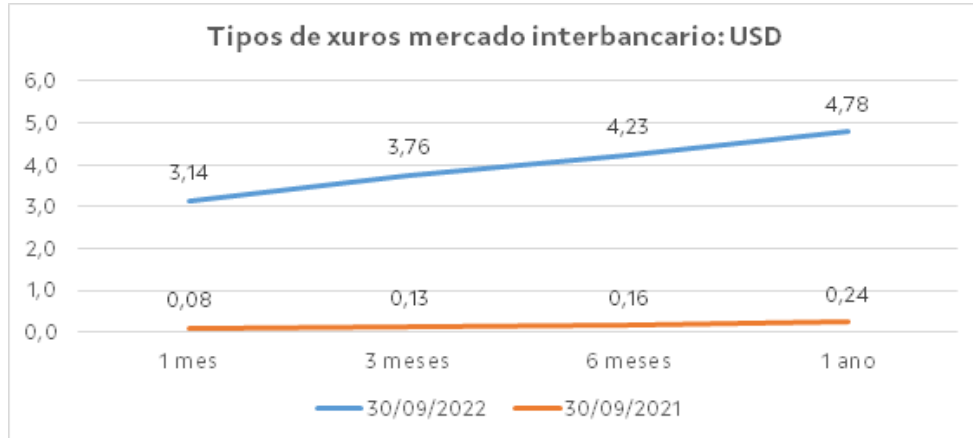
Este complexo e incerto entomo xeopolítico e macroeconómico, como non podía ser doutra maneira, trasladouse aos mercados financeiros que están a operar nun escenario de elevada volatilidade e deterioro xeneralizado do sentimento investidor o que se traduce nunha fuxida dos investidores cara a activos considerados refuxio, caídas xeneralizadas nos mercados bolsistas e ascensos pronunciados dos tipos de xuro.

		30.09.2022	Variación 2022	Variación interanual
<b>Tipos referencia</b>	<b>BCE</b>	1,25%	125 pb.	125 pb.
<b>bancos centrais</b>	<b>FED</b>	3,25%	300 pb.	300 pb.
<b>Tipos xuro 3</b>	<b>Eurozona</b>	1,2%	170 pb.	172 pb.
<b>meses</b>	<b>EE.UU.</b>	3,8%	358 pb.	362 pb.
<b>Tipos xuro 12</b>	<b>Eurozona</b>	2,6%	303 pb.	304 pb.
<b>meses</b>	<b>EE.UU.</b>	4,8%	424 pb.	454 pb.
<b>Tipos débeda 10</b>	<b>Alemaña</b>	2,1%	226 pb.	2230 pb.
<b>anos</b>	<b>EE.UU.</b>	3,8%	226 pb.	229 pb.
<b>Índices renda</b>	<b>Euro Stoxx 50</b>	3.318	-22,8%	-17,8%
<b>variable</b>	<b>S&amp;P 500</b>	3.586	-24,8%	-17,7%
<b>Divisas</b>	<b>EUR/USD</b>	0,98	-13,9%	-15,8%

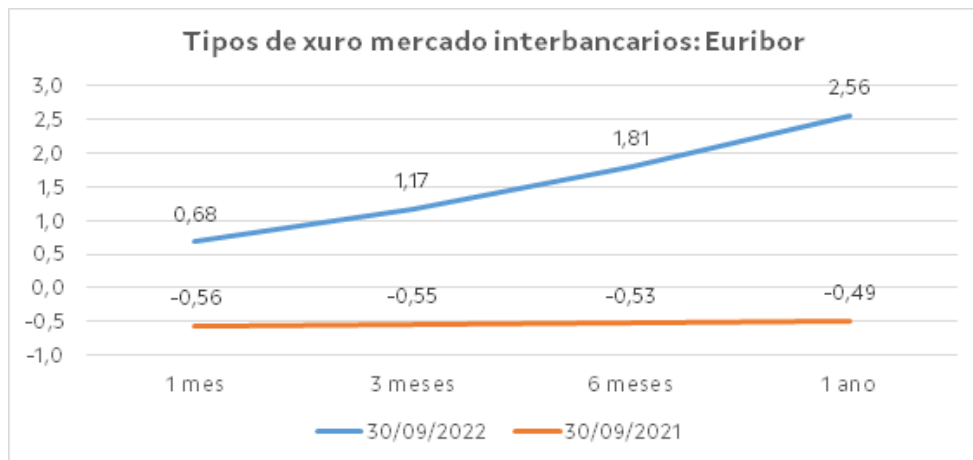
### III.2. EVOLUCIÓN RECENTE DOS MERCADOS FINANCEIROS.

O endurecemento da política monetaria estase a traducir en fortes repuntes dos tipos de xuros, tanto dos tipos monetarios como das rendibilidades da débeda soberana, cunha tendencia que foise acelerando ao longo do ano na medida en que se ía confirmado a intensidade e persistencia das presións inflacionistas.

Así, desde principios do ano, no mercado estadounidense o tipo de xuro a 3 e 12 meses incrementouse en 358 e 424 puntos básicos, respectivamente, froito da agresividade mostrada pola Reserva Federal no cambio de orientación da súa política.

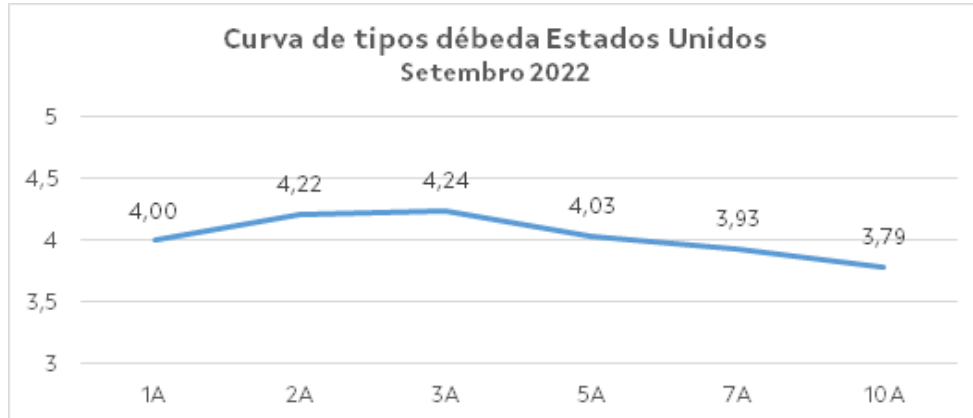


No caso da zona do euro, nese mesmo período, o Euribor a 3 meses incrementouse en 170 puntos básicos e o Euribor a 12 meses, que é o utilizado usualmente para a fixación das cotas dos créditos hipotecarios, en máis de 300 puntos básicos.

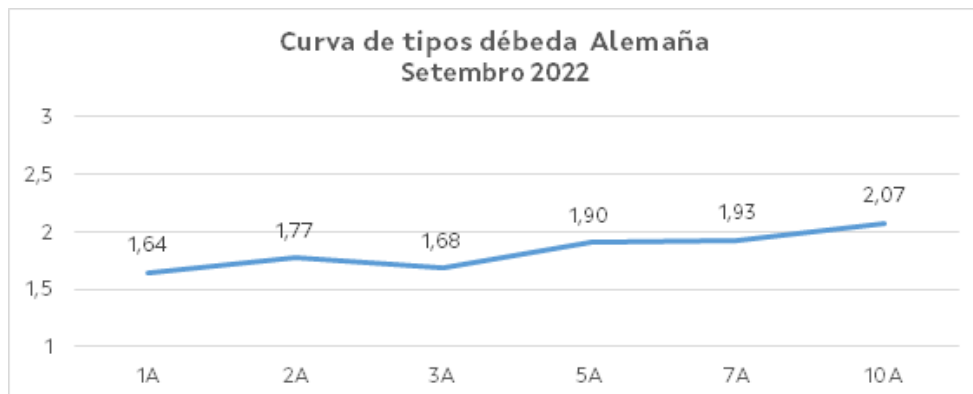


De xeito similar, o endurecemento das condicións monetarias foron trasladándose aos mercados de débeda, tanto na Eurozona como nos EEUU, premendo fortemente á alza ás rendibilidades da débeda soberana segundo se ían endurecendo as mensaxes por parte dos bancos centrais.

Nos países considerados “core”, o bono americano a 10 anos pechou o mes de setembro no entorno do 3,8%, nivel non visto dende o ano 2008, e cunha curva de tipos invertida, cotizando o seu bono a 2 anos no 4,2%.

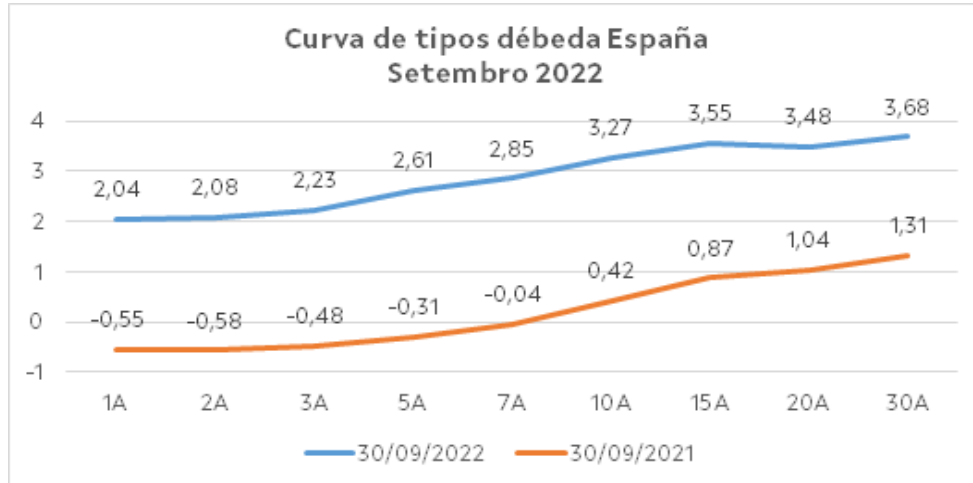


Pola súa banda, Alemaña pechou o mes de setembro co seu bono a 10 anos cotizando no 2,1%, superando a barreira do 2% por primeira vez dende o ano 2013.



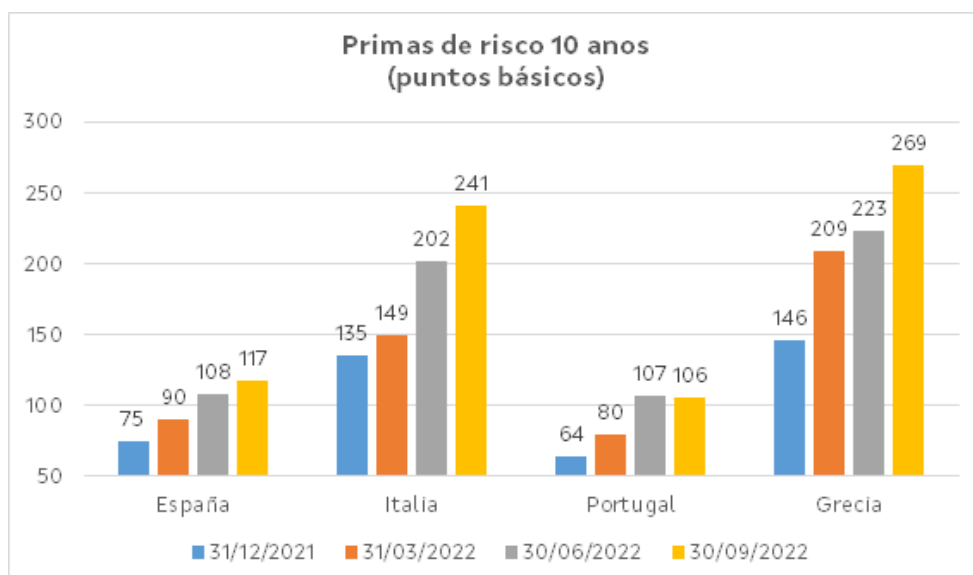
Polo que se refire aos países periféricos, observouse tamén un forte movemento de ampliación das súas curvas de debeda. Así, en España a rendibilidade do seu bono a 10 anos pechou setembro no entorno do 3,3%, isto é, 273 puntos básicos por riba do seu nivel de final de ano e 285 puntos básicos máis que fai un ano.

Porén o peor comportamento foi da debeda italiana, castigada pola crise do seu goberno e as eleccións do mes de setembro. O seu bono a 10 anos terminou o mes no 4,5%.

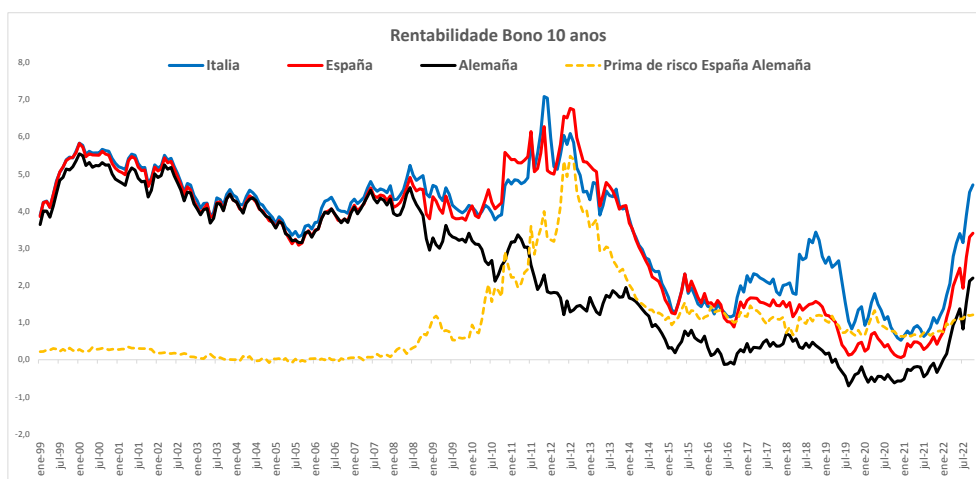


Polo que se refire as primas de risco, tralo anuncio da finalización das compras netas de debeda por parte do BCE, a pesar de que se mantén os reinvestimentos dos vencementos, experimentaron importantes ampliacións en relación cos niveis de finais de ano.

Porén, a presentación da nova ferramenta antifragmentación (TPI-“Transmission protection Instrument”) que permitirá ao BCE adquirir, baixo discrecionalidade do seu Consello de Goberno, debeda soberana dos países cuxas primas de risco aumenten de forma non desexada ou desordenada, calmaron a presión sobre a debeda periférica, cuxas primas se manteñen desde entón relativamente estables, agás a prima de risco italiana, castigada polo acontecementos políticos antes comentados.



Por último, na seguinte gráfica pode observarse a evolución do bono a 10 anos de Alemaña, Italia e España desde a entrada en funcionamento do Euro (1 de xaneiro de 1999) e a prima de risco España-Alemaña:



Pode ollarse como nos primeiros anos a aparición do euro provocou a desaparición do risco país e que todos os países tivesen case o mesmo risco, situación que cambiou totalmente a partir da crise financeira, cando a rentabilidade dos bonos de España ou Italia empezaron a crecer de forma moi importante, sobre todo no ano 2012, mentres a rentabilidade do bono alemán caía de forma continuada (a prima de risco de España chegou ata os 5,5 puntos porcentuais).

En cambio, agora non se está a replicar a mesma situación os xuros de España e Italia están crecendo de forma moi importante pero tamén os de Alemaña, de modo que a prima de risco sitúase neste momento en 1,2 puntos, o mesmo nivel que o existente en marzo de 2020 cando comezou a pandemia.

Nos mercados bolsistas, a aversión ao risco ante o contexto xeopolítico e económico lastrou o seu desempeño ao longo do 2022.

As crecentes sinais de moderación do crecemento nas principais economías ou incluso de posible recesión e o endurecemento das políticas monetarias dos bancos centrais, con expectativas crecentes de subas dos tipos de xuro, foron pesando sobre o sentimento investidor e provocaron perdas nos principais índices bolsistas que terminaron o mes de setembro en niveis mínimos do ano.



	<b>Valor índice</b> <b>30.09.22</b>	<b>Variación</b> <b>2022</b>	<b>Variación</b> <b>interanual</b>
S&P 500	3.586	-24,8%	-17,7%
Euro Stoxx 50	3.318	-22,8%	-17,8%
IBEX 35	7.367	-15,5%	-16,3%
PSI 20	5.303	-4,8%	-3,2%

Finalmente, polo que se refire ao mercado de divisas, a determinación mostrada pola Reserva Federal na súa loita contra a inflación e a súa anticipación no cambio de orientación da política monetaria, xunto coa solidez inicialmente mostrada pola economía estadounidense, serviron de respaldo ao Dólar que, favorecido polo seu papel de activo refuxio presenta neste ano unha forte apreciación, non so fronte ao Euro, senón tamén ante outras divisas, moi castigadas ben polos indicadores das súas economías ben polas diverxencias das súas políticas monetarias.



Pola súa banda, o euro, en liña co comentado no parágrafo anterior, está a sufrir unha forte depreciación fronte ao Dólar, condicionado, por unha parte, pola crecente perda de dinamismo da economía europea, moi lastrada polas consecuencias do conflito bélico en Ucraína, e por outra, polas expectativas dunha maior suba dos tipos de xuro nos EEUU. Porén se observan apreciacións fronte ao yen xaponés e a libra británica.

	<b>Cambio divisas fronte ao Euro</b>			
	USD/EUR	JPY/EUR	CHF/EUR	GBP/EUR
<b>30.09.2022</b>	<b>0,975</b>	<b>141,010</b>	<b>0,956</b>	<b>0,883</b>
<b>Variación 2022</b>	<b>-13,9%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>5,1%</b>
<b>Variación interanual</b>	<b>-15,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>2,6%</b>

### III.3. A NORMALIZACIÓN DA POLÍTICA MONETARIA DOS BANCOS CENTRAIS.

Os bancos centrais de todo o mundo, e as súas respostas ante a elevada e persistente inflación, están sendo os claros protagonistas dos mercados financeiros.

Despois dun longo período de políticas monetarias ultra-expansivas, coa aparición dos primeiros indicios inflacionistas no segundo semestre de 2021, os bancos centrais das principais economías do mundo comezaron a lanzar mensaxes sobre a conveniencia dunha progresiva normalización das políticas monetarias.

Non hai que esquecer que as condicións de financiamento que desfrutamos nos últimos anos foron excepcionais, nun intento dos bancos centrais por estimular o crecemento e a inflación, e se traduciron nuns mercados cargados de liquidez e condicións moi brandas de financiamento.

Así pois, ante a evolución da situación, segundo se ía consolidando un maior risco de que non só persistiran, senón se agravaran as presións inflacionistas, os bancos centrais de todo o mundo foron reaccionando, eliminando estímulos monetarios e endurecendo as súas mensaxes, dende un ton máis “dovish”, apostando inicialmente por unha transición suave para prexudicar en menor medida o crecemento da economía, ata as posicións actuais máis “hawkish”, que apostan por un ritmo de subas máis agresivo ante o risco de que a inflación se manteña máis elevada por máis tempo.

<b>Tipos de Referencia Bancos Centrais</b>					
	FED	BCE	Australia	Canadá	Xapón
Dec.2018	2,5	0	1,5	1,75	-0,1
Dec.2019	1,75	0	0,75	1,75	-0,1
Dec.2020	0,25	0	0,1	0,25	-0,1
Dec.2021	0,25	0	0,1	0	-0,1
Sep.2022	3,25	1,25	2,35	3,25	-0,1

	Noruega	Nova Zelandia	Reino Unido	Suecia	Suíza
Dec.2018	0,75	1,75	0,75	-0,5	-0,75
Dec.2019	1,5	1	0,75	-0,25	-0,75
Dec.2020	0	0,25	0,1	0	-0,75
Dec.2021	0,5	0,75	0,25	0	-0,75
Sep.2022	2,25	3	2,25	1,75	0,5

(datos correspondentes ao último día do período de referencia)

A Reserva Federal dos EE. UU. foi un dos primeiros bancos centrais das economías avanzadas en responder ante o incremento das presións inflacionistas, cun adianto na súa estratexia de endurecemento das condicións financeiras e retirada de estímulos.

Deste modo, na xuntanza de marzo, anunciou a primeira suba de 25 puntos básicos nos tipos oficiais, ata o intervalo 0,25%-0,50%, e a previsión de subas similares en cada unha das seis xuntanzas restantes do ano, co obxecto de aproximar os tipos de xuro a terreo neutral. Así mesmo, tamén confirmou o inicio gradual da redución no tamaño do seu balance.

Porén, o repunte da inflación nos seguintes meses e a previsible extensión das presións inflacionistas durante máis tempo do inicialmente estimado, así como a fortaleza que presentaba a economía americana e a solidez do seu mercado laboral, levou a Fed a acelerar o ritmo de subas:

1. xuntanza de maio, incremento dos tipos de xuro en 50 puntos básicos.
2. xuntanza de xuño, novo incremento, nesta ocasión en 75 puntos básicos, a suba de maior contía dende 1994.
3. xuntanza de xullo, repite suba de 75 puntos básicos.
4. e xa máis recentemente, na última xuntanza do 21 de setembro, a Reserva Federal volve a incrementalos tipo noutros 75 puntos básicos.

En resumo, en pouco máis de 6 meses, a Fed pasou dunha política claramente expansiva, a situar os tipos de xuros por riba do estimado como neutral, no intervalo 3,00%-3,25%, nunha cota que o propio banco considera como restritiva, mostrando un firme

compromiso no restablecemento da estabilidade de prezos, incluso co menoscabo do crecemento económico, se é o caso.

Na zona do Euro, o Banco Central Europeo atópase tamén inmerso neste proceso de cambio de orientación da súa política monetaria.

Se ben, o ritmo e intensidade impostas polo BCE diferiu do seguido pola Reserva Federal, tendo en conta as condicións específicas que presenta a eurozona, como por exemplo o diferente impacto que está a ter a guerra de Ucraína nas economías americana e europea, esta última moito máis dependente comercial e enerxéticamente de Rusia.

Neste sentido, o BCE mantivo inicialmente unha mensaxe máis “dovish” marcada por unha retirada gradual de estímulos como paso previo á normalización dos tipos de xuro, nun intento de non prexudicar á economía europea. Porén, a intensificación durante os meses de verán da crise enerxética, traducíuse nun repunte nas expectativas de inflación nos mercados financeiros e, consecuentemente, nunha revisión á alza das proxeccións de inflación a medio prazo, o que obrigou a acelerar o ritmo e a intensidade do proceso:

1. No mes de marzo o BCE puxo fin as compras netas do programa de compras de emerxencia fronte á pandemia (PEPP) e acordou unha redución gradual das compras netas do programa de adquisición de activos (APP), que finalmente concluíu o 1 de xullo.
2. A finais de xullo, elevou os tipos de xuros en 50 puntos básicos, incremento maior do esperado ante o intenso repunte da inflación e as expectativas de que se manteña en niveis elevados durante algún tempo. Esta decisión supuxo a primeira suba dos tipos oficiais de xuro despois de 11 anos e o adeus a un longo período de tipos negativos.
3. Así mesmo, anunciou o abandono do “forward guidance” (indicación sobre orientación futura da política monetaria) non ofrecendo pistas sobre decisións de novos incrementos en vindeiras xuntanzas, que se adoptarán en función dos datos económicos, de acordo coa súa estratexia aprobada en 2021, que establece un obxectivo de inflación do 2% no medio prazo de carácter simétrico.
4. Finalmente, na súa recente xuntanza do 8 de setembro, volveu subir os tipos de xuro oficiais en 75 puntos básicos, endurecendo o ton da súa mensaxe, anunciando novas subas nas próximas xuntanzas, cuxa intensidade dependerá da evolución dos datos económicos. Esta decisión foi acompañada dunha profunda revisión das súas previsións macroeconómicas, nas que se proxecta un estancamento do crecemento económico e un aumento da inflación.

**Previsións macroeconómicas BCE a setembro de 2022**

	2022	2023	2024
Crecedemento PIB	3,1	0,9	1,9
Inflación xeral	8,1	5,5	2,2
Inflación subxacente	3,9	3,4	2,3

(Escenario central)

### III.4. A NOVA FERRAMENTA ANTIFRAGMENTACIÓN DO BANCO CENTRAL EUROPEO.

Xuntamente co proceso de normalización da política monetaria que está a levar a cabo o Banco Central Europeo, un dos acordos máis relevantes adoptados polo seu Consello de Goberno nos últimos meses foi a presentación da nova ferramenta antifragmentación.

Tralo anuncio por parte do BCE de poñer fin ao programa de compras de activos, como paso previo ao inicio dun proceso de suba de tipos de xuro, a autoridade monetaria tivo que reunirse de urxencia, 6 días despois da súa xuntanza do día 9 de xuño, para anunciar dúas decisións encamiñadas a conter o repunte que estaban a experimentar as primas de risco dos países periféricos: a aplicación flexible dos reinvestimentos do PEPP e o deseño dun novo instrumento de apoio á política monetaria que axudara a unha efectiva e simétrica transmisión en toda a zona do Euro.

Hai que lembrar en relación cos instrumentos de política monetaria que, para acadar o seu obxectivo de estabilidade de prezos, o BCE utiliza unha serie de ferramentas, sendo a principal delas a fixación dos tipos de xuro oficiais aos que presta aos bancos e toma depósitos deles.

Porén trala crisis financeira, co obxecto de completar e facer máis efectiva a transmisión da súa política monetaria, foi adoptando novas ferramentas ou instrumentos coñecidos como “non convencionais”.

Entre estes instrumentos non convencionais destacaron pola súa utilización nos últimos anos, as operacións de financiamento bancario a máis longo prazo (TLTRO), os programas de compras de activos (APP e PEPP) ou as indicacións sobre a orientación futura da política monetaria (forward guidance).

Dentro deste abano de instrumentos de política monetaria non convencionais encádrase a nova ferramenta antifragmentación, coñecida como “Instrumento para a Protección da Transmisión” (Transmission Protection Instrument; TPI).

Esta ferramenta ten por obxecto apoiar a transmisión efectiva a tódolos países do área do euro da política monetaria do banco central, e permitirá ao BCE adquirir, baixo discrecionalidade do seu Consello de Goberno, débeda soberana dos países cuxas primas de risco aumenten de forma non desexada ou desordenada.

Os principais elementos que configuran a nova ferramenta son os seguintes:

1. Adquisición débeda pública nos mercados secundarios con vencementos pendentes entre 1 e 10 anos. Porén, no seu caso tamén se podería adquirir débeda privada.
2. O volume do programa non está limitado previamente.
3. Utilización exclusivamente en caso de necesidade, a cal virá determinada por aumentos da prima de risco non xustificada polos fundamentais específicos do país. Se ben, a primeira liña de defensa contra o repunte das primas son os reinvestimentos flexibles do PEPP.
4. A elixibilidade dos países dependerá dun conxunto de elementos:
  - Non estar suxeito ao procedemento de déficit excesivo ou, estándoo, non ignorar as recomendacións do Consello Europeo para a súa corrección.
  - Non estar suxeito ao procedemento de desequilibrios macro excesivos ou, estándoo, non ignorar as recomendacións para a súa corrección.
  - Valoración positiva da sustentabilidade da débeda pública por parte da Comisión europea, o FMI, o MEDE e o propio BCE.
  - Cumprir os compromisos asumidos polo NGEU e as recomendacións do Semestre Europeo.
5. Esterilización das compras de débeda para que non supoña incremento do balance del BCE, se ben non se especificou o mecanismo.