

Nota Breve 21/10/2021

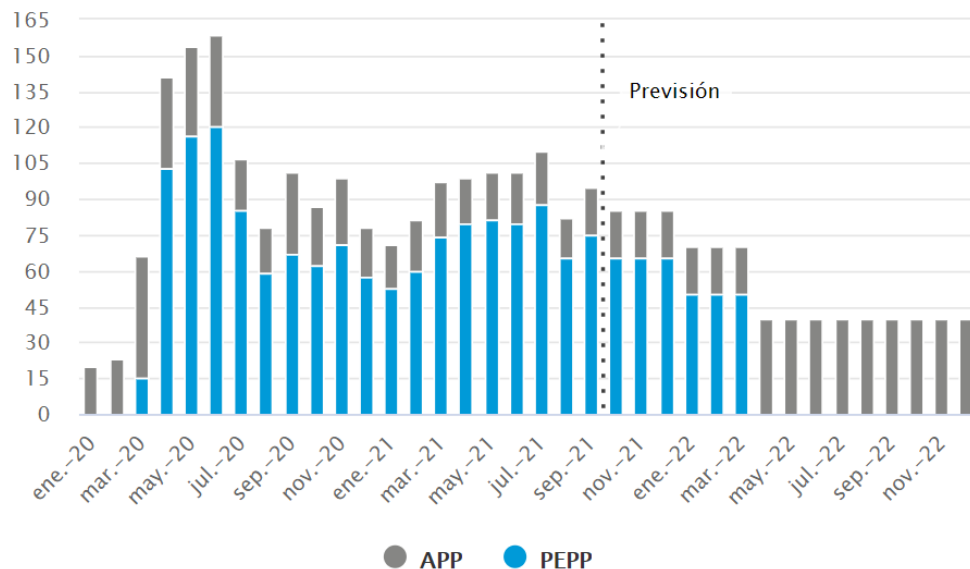
Mercados financieros · ¿Cómo recibirá el BCE el cambio en las expectativas de los mercados financieros?

Reunión del 28 de octubre de 2021: qué esperamos

- En la reunión del próximo jueves, creemos que **el BCE no cambiará ni el ritmo de compras netas de activos ni la orientación sobre los tipos de interés**, pero no por ello será una reunión exenta de anuncios importantes.
- Por un lado, la atención se centrará en las pistas que pueda arrojar Christine Lagarde sobre el futuro de los programas de compras de activos. En marzo, las compras netas del PEPP cesarán y hay mucha especulación sobre si entonces el APP ganará más importancia, sobre si, en tal caso, se dotará de más flexibilidad, o si el BCE podría crear un nuevo programa.

BCE: compras netas de activos

Miles de millones de euros



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

- Por otro lado, las expectativas de inflación cotizadas en los mercados financieros han repuntado con fuerza en el último mes y se han trasladado a las curvas de los tipos de interés: **los tipos implícitos sitúan la primera subida del BCE hacia la segunda mitad de 2023, un año antes de lo que lo hacían tras la reunión de septiembre**. Será muy importante ver cómo el BCE lee este cambio en las expectativas de inflación y si mantiene el discurso, como creemos que hará, de que el repunte en los precios se debe a factores transitorios que no afectan al objetivo de inflación al 2% a medio plazo.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **Las disrupciones en la oferta continúan siendo el principal riesgo para la recuperación económica.** Tras un tercer trimestre del año en el que se espera que el PIB de la eurozona crezca algo más que en el trimestre anterior (2,3% según nuestras previsiones frente al 2,2% del 2T), las restricciones globales de abastecimiento podrían limitar el crecimiento en el 4T y en la primera mitad de 2022. Sin llegar a ser contractivo, el crecimiento de estos próximos trimestres se ha revisado a la baja y creemos que la economía de la eurozona se expandirá en el conjunto de 2021 y 2022 un 5,0% y un 4,8%, respectivamente. Estas disrupciones están presentes en todos los sectores de la industria, pero en algunos tienen más intensidad. Por este motivo, la economía alemana, con un mayor peso de la industria automóvil y de componentes electrónicos, puede verse más lastrada que la de sus vecinos.

- En este contexto, **la inflación continúa aumentando y alcanzó el 3,4% interanual en septiembre**, un nivel no visto desde 2008, principalmente empujada por el componente energético (+17,6%). Se espera que este elemento deje de presionar con tanta fuerza a partir de la primavera de 2022, cuando las dinámicas alcistas en el mercado del gas en Europa deberían remitir gradualmente. Por otro lado, los cuellos de botella antes mencionados podrían presionar a la inflación al alza todavía en 2022. El riesgo es que el aumento de los costes de producción pueda transmitirse a los precios de consumo finales e incluso generar efectos de segunda ronda en la inflación a medio plazo.
- De hecho, este escenario está ganando relevancia en la cotización de los mercados financieros. En el último mes, las expectativas de inflación a largo plazo han repuntado con fuerza y **los swaps de inflación se encuentran por encima del 2% a lo largo de la curva hasta los 10 años de vencimiento** (aunque no todavía la inflación de 5 años en 5 años, véase el gráfico en el anexo). Asimismo, este movimiento ha ido acompañado de un repunte en las expectativas sobre los tipos de interés y los implícitos de mercado han adelantado más de un año la primera subida de 25 p. b. del BCE hasta la segunda mitad de 2023.

La lectura de la inflación por parte del BCE

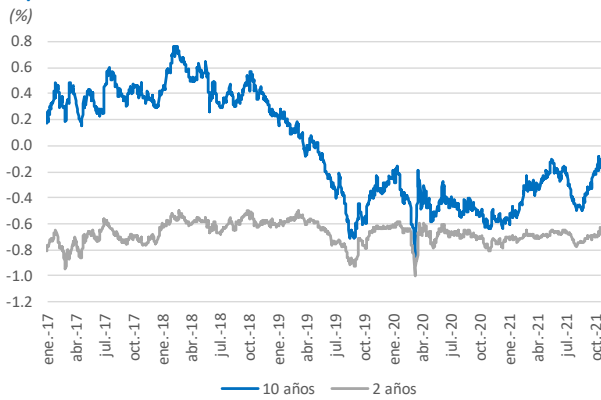
- Tanto en la última reunión como en las distintas intervenciones que han realizado los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, **se explica el repunte de inflación como consecuencia de factores principalmente transitorios relacionados con la pandemia y la reapertura económica**. En general, esperan que durante 2022 todos estos factores (aumento de los precios energéticos y cuellos de botella, principalmente) se habrán desvanecido y que entonces será necesario mantener un entorno financiero acomodaticio para ayudar a alcanzar el objetivo del 2% a medio plazo.
- Sin embargo, mantienen que estarán atentos y monitorizarán los efectos de segunda ronda que el repunte actual pueda tener sobre la inflación. De hecho, en las actas de la última reunión se recogía la opinión de **diversos miembros que consideraban que las proyecciones de inflación para 2023 proyectadas por el BCE (1,5%) eran demasiado bajas**. Así, es probable que en la reunión del próximo jueves Lagarde verbalice algo más de preocupación sobre las presiones inflacionistas, aunque creemos que las continuarán mencionando como un riesgo y no en su escenario central.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- **El entorno de bajos tipos de interés se prolongará por un largo periodo de tiempo**. Continuamos proyectando la primera subida de tipos para finales de 2024. En 2022, no obstante, se irán retirando los estímulos monetarios aprobados tras el estallido de la pandemia: las compras netas del PEPP cesarán en marzo, aunque es probable que el APP gane más relevancia, tal y como proyectamos en el gráfico, y las condiciones de las TLTRO podrían ser cada vez menos favorables, con la intención de retirar gradualmente el exceso de liquidez en el sistema financiero.
- En caso de intensificarse los riesgos bajistas, vemos poco probable que el BCE recortase más los tipos de interés oficiales, al encontrarse estos cerca de la cota de reversión. Probablemente se decantaría por aumentar los programas de compras de activos, dotándolos de flexibilidad, tal y como hizo con el PEPP para dar respuesta a la crisis provocada por la pandemia. En un escenario de persistencia de presiones inflacionistas, también pensamos que el BCE optará por modificar los programas de compras de activos, antes de recurrir a un ajuste en los tipos oficiales.
- Por otra parte, no creemos que el inesperado anuncio esta semana de la renuncia del presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, pueda conducir a un cambio sustancial en la postura del banco central en cuanto al riesgo de inflación, sin mayores alteraciones en el balance en el Consejo de Gobierno.

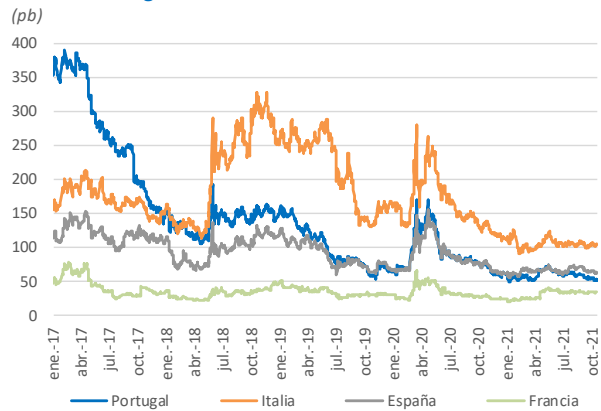
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



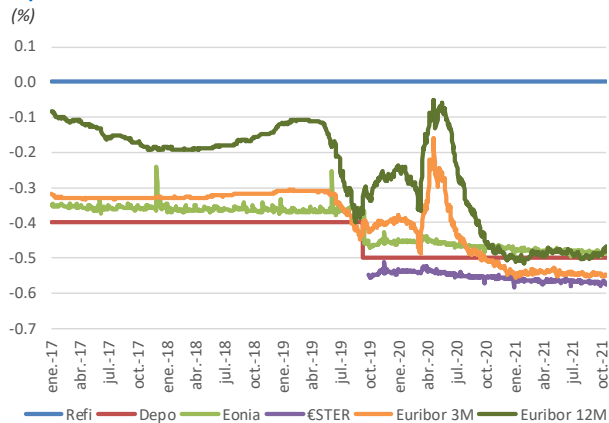
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



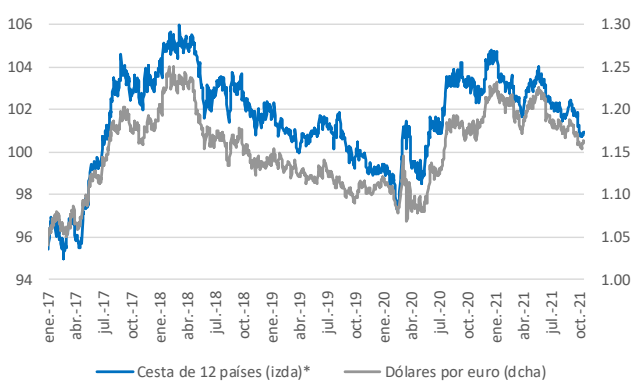
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

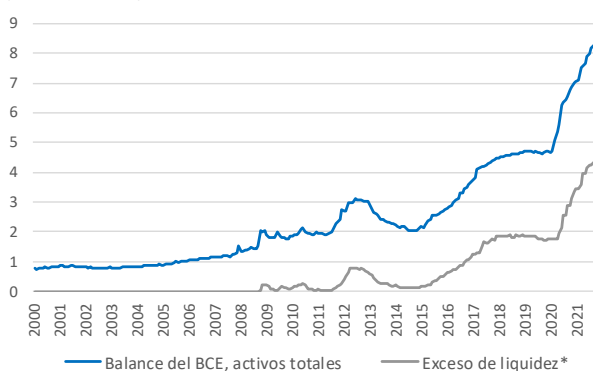
Tipos de cambio para la eurozona



Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Balance del BCE y liquidez

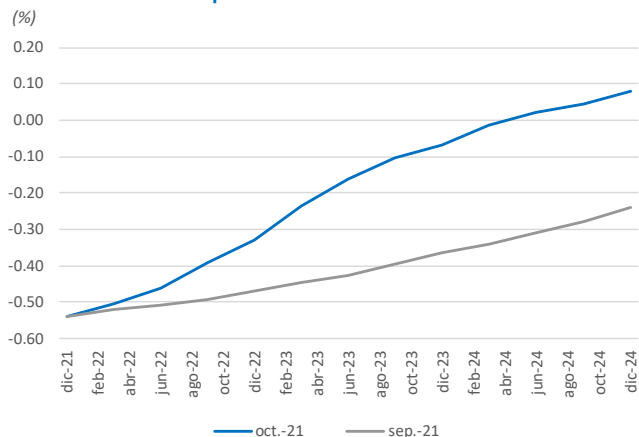
(billones de euros)



Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

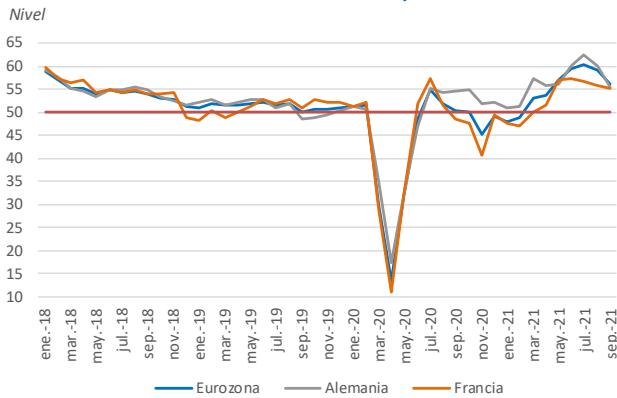


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

Indicadores de condiciones económicas

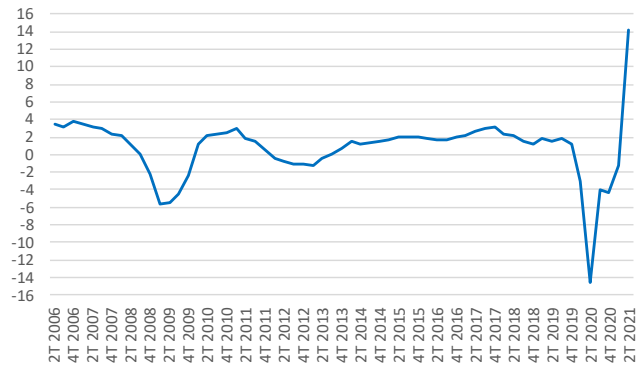
Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



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

Eurozona: PIB

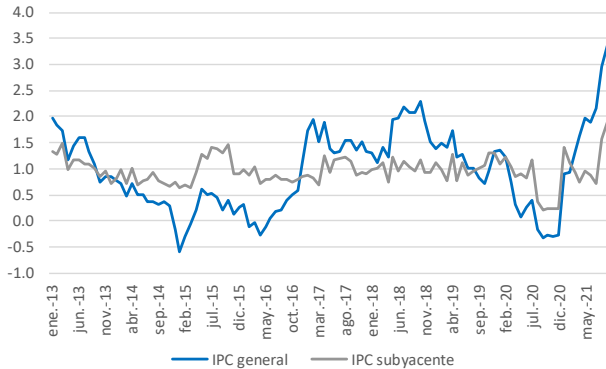
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

Expectativas de inflación de mercado para la eurozona

Forward de inflación a 5 años en 5 años (%)



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

Previsiones macroeconómicas del BCE en septiembre de 2021 (junio de 2021)

	2020	2021	2022	2023
Crecimiento del PIB	-6,8	5,0 (4,6)	4,6 (4,7)	2,1 (2,1)
Inflación general	0,3	2,2 (1,9)	1,7 (1,5)	1,5 (1,4)
Inflación subyacente	0,7	1,3 (1,1)	1,4 (1,3)	1,5 (1,4)

Nota: Variaciones interanuales.

Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

Las Notas Breves son una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa