

Nota Breve 10/12/2021

Mercados financieros · El BCE se dotará de flexibilidad mientras reduce las compras netas de activos

Reunión del 16 de diciembre de 2021: qué esperamos

- En la reunión del próximo jueves creemos que el BCE anunciará una reducción de las compras netas del programa PEPP para el 1T 2022 y su intención de finalizarlas al cierre de ese trimestre. Sin embargo, ante el empeoramiento de la emergencia sanitaria en Europa, es probable que el BCE explique que esta hoja de ruta dependerá de la evolución de la pandemia, dotándose de flexibilidad para poder mantener o reiniciar las compras netas del PEPP en caso de que fuese necesario.
- Será clave también la actualización de la tabla de previsiones macroeconómicas, donde posiblemente se muestre un menor crecimiento del PIB tanto para 2021 como para 2022 y una mayor inflación en el periodo 2021-2023. También se publicarán por primera vez las previsiones de 2024, que centrarán la atención de los analistas en busca de si el BCE espera una inflación al 2% para entonces, una condición clave según la orientación futura actual (*forward guidance*). Con todo, creemos que el BCE mantendrá el discurso de que los elementos que explican la elevada inflación son transitorios y deberían moderarse a lo largo de 2022. Dicho mensaje, junto al diferencial en el crecimiento frente a EE. UU. en el 4T, probablemente seguirá ejerciendo presión a la baja en la cotización del euro frente al dólar.

Condiciones económicas y financieras recientes

- La actividad económica en el 4T en la eurozona se ha moderado con respecto a lo observado en el 3T y anticipamos un crecimiento del PIB intertrimestral del +0,6%, con disparidades entre regiones. Para Alemania, más sensible a los cuellos de botella y donde las autoridades han implementado medidas restrictivas para frenar el deterioro sanitario, prevemos un avance del 0,3% intertrimestral, mientras que en España anticipamos un crecimiento del 1,5%.
- En la balanza de riesgos ha ganado peso la aparición de la nueva variante del virus, ómicron. Además, la persistencia en los problemas de abastecimiento en las cadenas de suministro mundial amenaza no solo con deprimir el crecimiento económico, sino también con mantener elevada la inflación.
- En cuanto a la evolución de los precios en la eurozona, nuestro escenario central proyecta que las métricas de inflación se moderarán en los próximos meses, tras posiblemente un nuevo repunte este mes (en noviembre, la inflación general se ubicó en el 4,9% interanual y la subyacente en el 2,6%). De este modo, prevemos que, a partir de enero, por efectos estadísticos (como la desaparición del efecto de base de la rebaja del IVA de Alemania) y la probable moderación gradual de los precios energéticos, la inflación debería volver a situarse en niveles más cercanos al 2% a lo largo de 2022.
- En este contexto incierto, los mercados financieros han mostrado una mayor volatilidad: los tipos de interés soberanos de los países del núcleo disminuyeron, de la mano de una mayor demanda por activos refugio y de la revisión de las expectativas de los inversores sobre las subidas de tipos del BCE, que se han retrasado tras las noticias de la variante ómicron. Las primas de riesgo periféricas, por su parte, han repuntado desde noviembre, aunque de forma moderada (la española llegó a cotizar por encima de los 75 p. b., mientras que ahora se sitúa alrededor de los 70). Esta aversión al riesgo también afectó a los principales índices bursátiles de la región y al euro, que deshicieron el avance registrado durante la primera mitad de noviembre.

Los mensajes del BCE

- Este escenario incierto ha sorprendido a los miembros del Consejo de Gobierno. Tras la reunión de octubre, todo parecía indicar que en diciembre se anunciaría el fin de las compras netas del PEPP para marzo y el debate era sobre si se debía crear algún otro programa o ampliar las compras netas del otro programa de compras, APP. Con el empeoramiento de la situación pandémica, algunos miembros del Consejo sugieren que sería mejor mantener la puerta abierta a una posible ampliación del PEPP y no anunciar el cese de las compras netas hasta la siguiente reunión en febrero. Por este motivo, pensamos que Christine Lagarde deberá hacer equilibrios comunicativos, de nuevo, para mantener la hoja de ruta

prevista con anterioridad, a la vez que dotarse de la suficiente flexibilidad para ampliar, si fuese necesario, el PEPP.

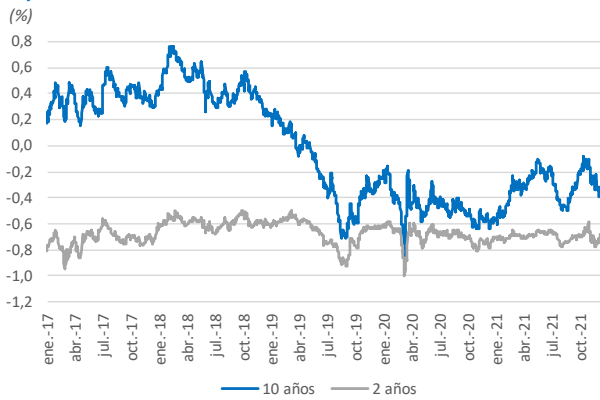
- Por otro lado, fue interesante escuchar las declaraciones de Isabel Schnabel en las que reiteraba que la secuencia actual prevista para la primera subida de tipos de interés es la adecuada (esto es, finalizar las compras netas de activos dentro del APP antes de iniciar las subidas de tipos).

Perspectivas del BCE a medio plazo

- El entorno de bajos tipos de interés se prolongará por un largo periodo de tiempo, pues proyectamos la primera subida de tipos para mediados de 2024. En 2022, no obstante, esperamos que se vayan retirando los estímulos monetarios desplegados tras el estallido de la pandemia: las compras netas del PEPP probablemente cesarán en marzo, tras haberse reducido en el 1T a un ritmo mensual de 50.000 millones de euros, el APP podría ganar más relevancia (desde compras mensuales de 20.000 millones de euros a 40.000 millones) y se podrían extender las bonificaciones a los tipos de interés de la TLTRO, aunque seguramente en condiciones no tan favorables como las actuales, 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 recorte 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.

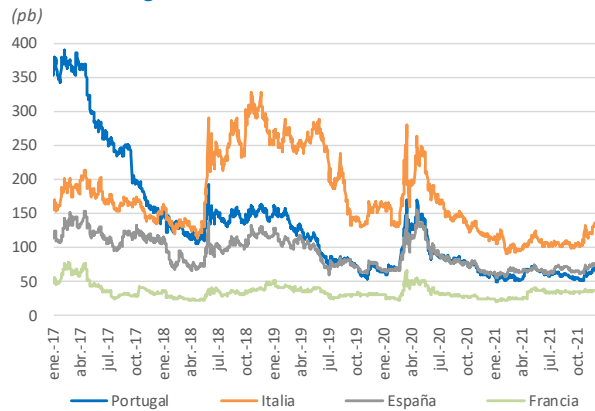
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



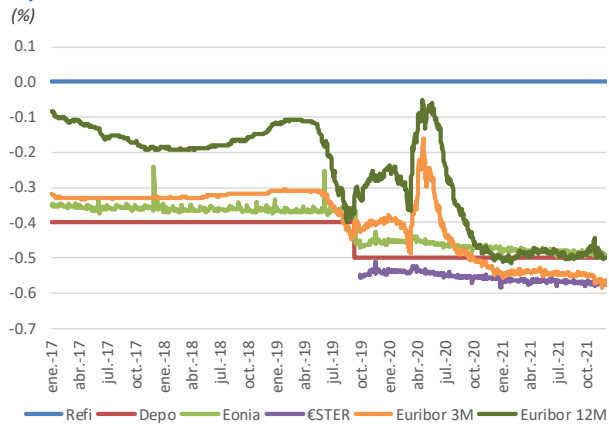
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



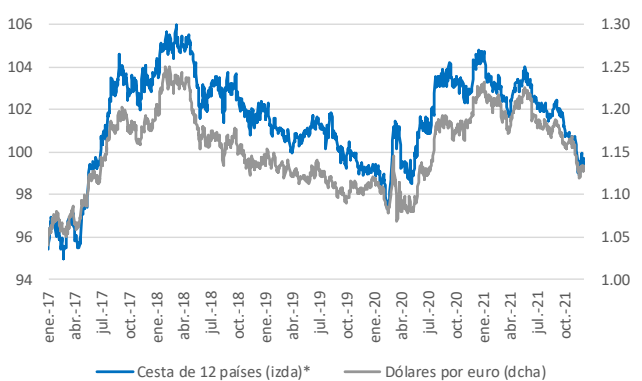
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

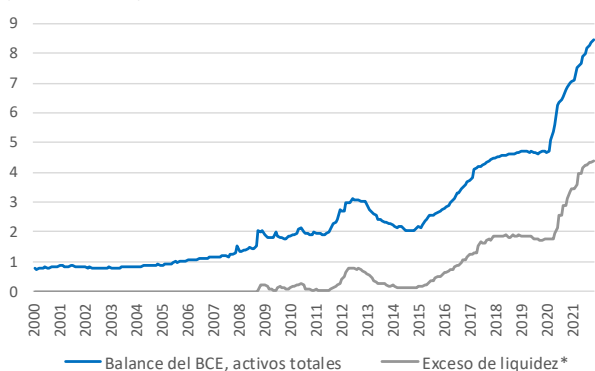
Tipos de cambio para la eurozona



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

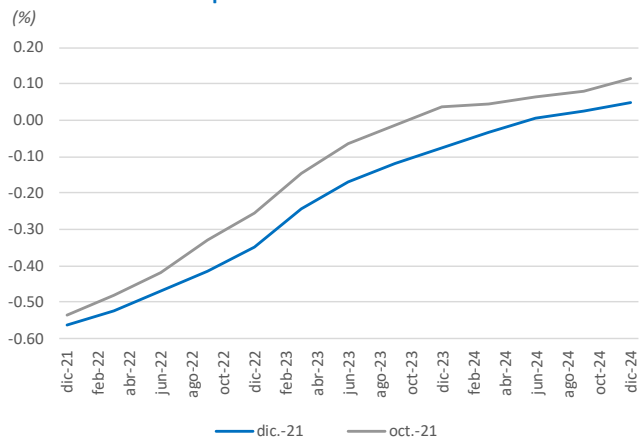
(billones de euros)



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*

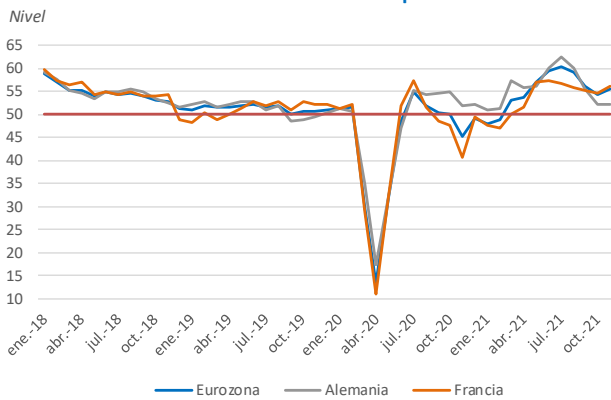


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

Indicadores de condiciones económicas

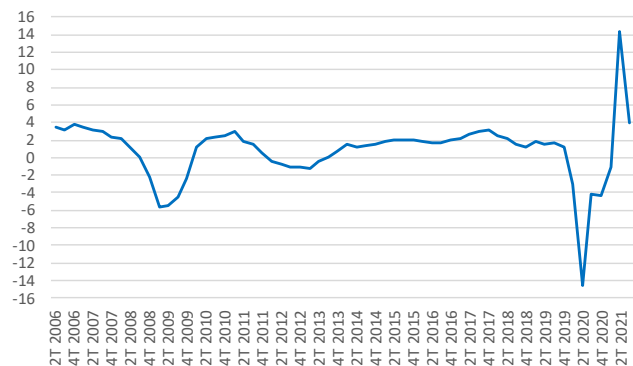
Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



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

Eurozona: PIB

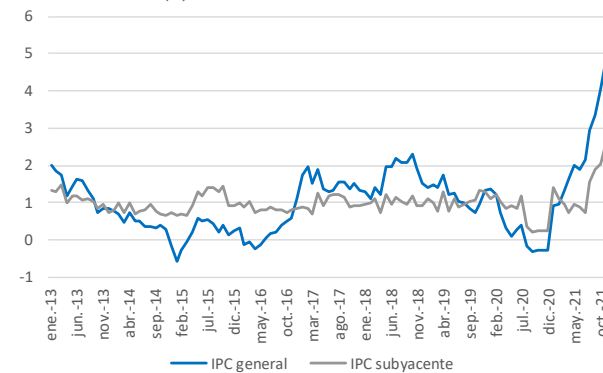
Variación interanual (%)



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