

Nota Breve 16/12/2021

Mercados Financieros · El BCE marca una hoja de ruta para 2022 parecida a un *tapering*

Puntos clave

- La buena evolución de la economía de la eurozona y la persistencia en las presiones inflacionistas han permitido al BCE anunciar la reducción de compras netas de activos prevista para 2022. Por un lado, **las compras del PEPP en el 1T serán a un ritmo inferior al actual (creemos que a razón de 50.000 millones de euros al mes) y cesarán al finalizar el trimestre**. Como es habitual, el BCE ha dejado la puerta abierta a poder reactivar las compras netas bajo este programa si fuese necesario.
- Por otro lado, las compras netas del APP ganarán importancia entonces y pasarán de los 20.000 millones de euros actuales a los 40.000 y 30.000 millones en el 2T y 3T, respectivamente. A partir de octubre deberían volver al ritmo actual hasta el momento previo en que el BCE decida subir los tipos de interés. Las proyecciones oficiales hasta 2024 mostraron la inflación aún en niveles inferiores, pero más próximos, al 2%, lo que sugiere que aún queda bastante tiempo para que se inicie el ciclo de subidas de tipos (nosotros pensamos que será a partir de 2024).
- Con todo, las decisiones anunciadas hoy son de calado y anticipan una retirada de los estímulos monetarios ligeramente más agresiva, aunque aún muy gradual, de lo que esperábamos. En particular, la descripción de las medidas como una retirada “paso a paso” de los estímulos monetarios es más parecida al *tapering* que ha realizado la Fed que las “recalibraciones” que el BCE venía haciendo sobre las compras netas de activos en los últimos trimestres. Los anuncios no tuvieron un impacto significativo en los mercados, que extendían el apetito por el riesgo tras las múltiples reuniones de los bancos centrales esta semana.

Los detalles del escenario económico...

- La valoración del escenario económico por parte del BCE ha sido positiva al describir favorablemente la evolución de la demanda y del mercado laboral. Sin embargo, remarcó que **el crecimiento económico se ha debilitado en la parte final del 4T y podría mantenerse moderado a inicios del próximo trimestre**. Christine Lagarde destacó elementos como las nuevas restricciones para contener la pandemia, el aumento de los precios energéticos y la escasez de materiales como vientos de cara para el crecimiento, elementos que, no obstante, el BCE espera que se moderen en 2022. De este modo, el BCE proyecta que la actividad económica rebotará a lo largo de 2022 y considera que los riesgos sobre el escenario están balanceados.
- Lagarde insistió en que **la inflación se mantendrá elevada durante la primera mitad de 2022 y que se moderará a lo largo del año que viene** por la “estabilización” de los precios energéticos, la “normalización” de los patrones de consumo y el “alivio” de los cuellos de botella. En este sentido, la revisión de las previsiones de inflación a corto plazo ha sido sustancialmente al alza (véase la tabla) aunque el BCE considera que a medio plazo la inflación todavía no alcanzará el objetivo del 2% en 2024, lo que, según su *forward guidance* actual, situaría la primera subida de los tipos de interés, como pronto, en diciembre de 2023.

Previsiones macroeconómicas a diciembre 2021

	2021	2022	2023	2024
Crecimiento PIB	5,1 (5,0)	4,2 (4,6)	2,9 (2,1)	1,6
Inflación general	2,6 (2,2)	3,2 (1,7)	1,8 (1,5)	1,8
Inflación subyacente	1,4 (1,3)	1,9 (1,4)	1,7 (1,5)	1,8

Nota: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (septiembre 2021).

La hoja de ruta para 2022... y más allá

- El BCE hoy ha telegrafado como pretende que sean sus compras de activos en 2022:
 - PEPP: en el 1T se realizarán compras netas a un ritmo inferior que el actual. Nosotros estimamos que serán 50.000 millones de euros mensuales en vez de los ~65.000 millones actuales. A finales de marzo, las compras netas bajo este programa cesarán, aunque se mantendrán las reinversiones hasta finales de 2024 (finales de 2023 anteriormente), que se realizarán bajo un criterio de total flexibilidad entre jurisdicciones (incluyendo la deuda griega) y vencimientos. Lagarde destacó como las compras netas dentro de este programa habían cumplido con sus dos objetivos: por un lado limitar la fragmentación de la transmisión de la política monetaria y por otro conducir la inflación en el medio plazo hacia la senda previa a la pandemia. Sobre este último punto, las últimas previsiones del BCE antes de la pandemia proyectaban una inflación en el 1,6% en el horizonte de las proyecciones y mientras que en el horizonte actual se encuentran en el 1,8%.
 - APP: Durante el 1T se adquirirán activos por valor de 20.000 millones al mes, el mismo ritmo que en la actualidad. En el 2T y 3T serán a razón de 40.000 y 30.000 millones de euros, respectivamente, para volver a los 20.000 millones en octubre. La orientación futura sobre como evolucionaran las compras netas y reinversiones se mantiene inalterada: las compras netas cesarán justo antes de la subida de los tipos de interés y las reinversiones se mantendrán por un periodo largo de tiempo (que estimamos en más de dos años).
- De cumplirse esta hoja de ruta, **el BCE ampliaría sus activos en 0,48 billones de euros en 2022, frente al aumento de 1,11 y 1.09 billones en 2020 y 2021**, respectivamente.
- **La orientación futura (o *forward guidance*) sobre los tipos de interés se mantiene sin cambios:** el BCE no subirá los tipos de interés hasta que la inflación alcance el 2% desde la mitad del horizonte de sus proyecciones hasta el final y las presiones inflacionistas en el momento de subir tipos sean consistentes con alcanzar el 2% en el medio plazo.
- En cuanto a las TLTROs, el BCE ha anunciado que las condiciones favorables cesarán en junio y que no prevé extenderlas, aunque es algo que irá evaluando a lo largo de las próximas reuniones. También, el BCE anunció la posibilidad de ajustar su política de *tiering*, para poder atenuar los costes que los tipos negativos tienen para el sistema bancario.

Reacción de los mercados

El impacto de los anuncios del BCE no ha sido de gran magnitud en los mercados financieros, que, en balance, veían positivo el cambio de tono de los bancos centrales con respecto al riesgo de persistencia en las presiones inflacionistas. De este modo, los índices bursátiles cerraban en terreno positivo (+1,2% para el Eurostoxx 50, +1,5% para el IBEX), apoyados por el mayor apetito del riesgo tras la reunión de la Reserva Federal el miércoles. Por su parte, la rentabilidad de la deuda alemana se mantenía constante (el bono a 10 años subía en 1 p. b. hasta el -0,35%), mientras los *spreads* en los bonos periféricos se ampliaban en el rango de 3-5 p. b. (hasta el 74 p. b. para el bono español). El euro se apreciaba frente a las principales monedas, alcanzando el 1,132 en su cruce con el dólar (versus 1,128 el cierre del día anterior).

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

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

NOTA BREVE es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.