

Nota Breve 04/03/2022

## **Mercados financieros** · La escalada en el conflicto bélico podría retrasar la retirada de estímulos del BCE

### Reunión del 10 de marzo de 2022: qué esperamos

- Tras la reunión de febrero, ante las reiteradas sorpresas al alza de la inflación, las mejoras en el mercado laboral y un cambio de tono de Christine Lagarde, pensábamos que en marzo el BCE aceleraría la reducción de compras de activos más de lo previsto en diciembre y abriría la puerta a subir los tipos de interés en el 4T 2022. Sin embargo, el estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania creemos que puede moderar este giro de la política monetaria. **El BCE puede optar por mantener una postura paciente y prudente en la reunión de marzo** para evaluar la evolución de dicho conflicto y sus implicaciones económicas.
- El BCE presentará sus nuevas previsiones, que incluirán el impacto económico del conflicto en Ucrania. Creemos que la previsión del BCE sobre el PIB de 2022 se reducirá ligeramente y que **la inflación esperada para 2022 será muy superior a lo que la institución esperaba en diciembre (3,2%)**. En cuanto a la inflación esperada para 2023 y 2024, creemos que habrá revisiones al alza con respecto a las previsiones de diciembre, pero todavía no consistentes con el 2% necesario para poder subir los tipos de interés.
- En este contexto, creemos que el BCE confirmará el cese de las compras netas del PEPP para finales de marzo y el aumento de compras netas del APP de 20.000 millones de euros mensuales a 40.000 millones durante el 2T. Para los próximos trimestres es posible que el comunicado del BCE muestre mucha más flexibilidad que los últimos, donde telegrafaba el ritmo de reducción del APP. **Esta flexibilidad permitiría al BCE actuar en ambas direcciones dependiendo, entre otros, de la evolución del conflicto**. Asimismo, para gestionar la elevada incertidumbre actual, no descartamos que el BCE abra o expanda algunas líneas de liquidez en el sistema financiero (como líneas de *swaps* con otras divisas o posibles nuevas rondas de TLTRO).

### Condiciones económicas y financieras recientes

- La situación económica de la eurozona previa al estallido del conflicto bélico permitía ser optimistas de cara a los próximos trimestres: la recuperación del impacto de ómicron parecía bien encarrilada, tal y como apuntan los PMI, y diversos indicadores sobre los cuellos de botella apuntaban a una cierta relajación, aunque desde niveles elevados todavía. Sin embargo, se ha generado mucha incertidumbre sobre los próximos trimestres, y es muy probable que **el deterioro en la confianza de los consumidores y los inversores junto con el encarecimiento de diversas materias primas claves resten algunas décimas al crecimiento del PIB de 2022**.
- El mercado laboral, por su parte, **continúa dando señales de mejora y la tasa de paro en enero se redujo en 2 décimas hasta el 6,8%**, claramente por debajo de la tasa previa a la pandemia. La evolución de los salarios, por su parte, continúa siendo el elemento que previene al BCE de subir los tipos de interés. Los últimos datos disponibles apuntan a crecimientos salariales moderados, no en consonancia todavía con la reducción de la holgura en el mercado laboral. Según el dato de negociaciones salariales del BCE, estos aumentaron en el 4T un 1,5% (1,4% en el trimestre anterior) y, según comentó el economista jefe del BCE Phillip Lane, los aumentos salariales consistentes con la inflación al 2% a medio plazo deberían ser alrededor del 3%. En cualquier caso, la baja tasa de paro invita a pensar que durante 2022 estas cifras deberían aumentar y permitir al BCE abrir la posibilidad de iniciar el ciclo de subidas de tipos.
- En cuanto a los precios, la inflación general se situó en febrero en el 5,8% y la subyacente aumentó hasta el 2,7%, **unas cifras que creemos que aumentarán algunas décimas más durante la primera mitad de 2022**. A partir de junio, creemos que se moderarán y, en el caso de la subyacente creemos que cerrará el año alrededor del 2%. La inflación general, no obstante, al incluir los precios energéticos y estos estar muy vinculados a la evolución del conflicto, podría no descender tanto como nosotros creemos actualmente.

- Durante estas semanas, los mercados financieros se han mostrado muy volátiles. Si bien tras la reunión del BCE de febrero **los inversores llegaron a anticipar el fin del QE en verano y dos subidas de tipos de 25 p. b. en 2022**, tras el 24 de febrero estas expectativas se han moderado y ahora descuentan un escenario más parecido al que nosotros manejábamos antes del conflicto (primera subida de tipos en diciembre y cese de las compras netas de activos bajo el APP a partir de septiembre). En este contexto, los tipos de interés soberanos han registrado vaivenes notables: el *bund* pasó de cotizar en  $-0,10\%$  a mediados de enero, al  $0,30\%$  a mediados de febrero para volver a fluctuar en torno al  $0\%$ . Las primas de riesgo periféricas, por su parte, han mostrado un comportamiento menos volátil al compensarse, por un lado, el efecto de aversión al riesgo con la expectativa de una menor reducción de las compras de activos del APP, por el otro. Las bolsas han registrado caídas notables y el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense.

## Los mensajes del BCE

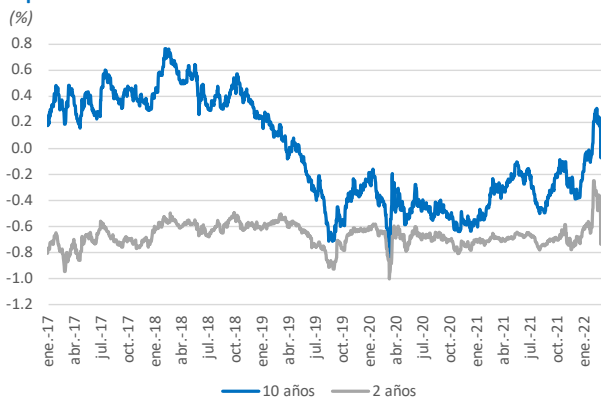
- La mayoría de los miembros han cambiado el tono de sus discursos estos días. Si bien desde inicios de febrero los comentarios se centraban en apuntar a la fecha del fin de compras de activos y sobre la posibilidad de subir los tipos ya en 2022, ahora muestran un tono más prudente. Un claro ejemplo de ello es Phillip Lane, quien apuntó recientemente que en caso de un *shock* de oferta como el actual, **tolerar una inflación elevada por un mayor tiempo podría ser positivo con el fin de evitar una caída abrupta de la actividad y del empleo.**
- En el otro lado de esta corriente, está el ala *hawkish* del BCE, como Joachim Nagel, presidente del Bundesbank, quien aseguraba que el BCE tendría que actuar en caso de que la estabilidad de precios estuviese en peligro. En este sentido apuntaba al aumento de la inflación subyacente (que excluye la volatilidad de los precios energéticos y los alimentos) como un indicador de que **las presiones inflacionistas más allá del shock provocado por la guerra van en aumento.**

## Perspectivas del BCE a medio plazo

- Creemos que **el BCE ya había interiorizado la necesidad de retirar los estímulos monetarios.** Creemos que muy probablemente a finales de 2022 se cumplirán las condiciones de la *forward guidance* para poder subir los tipos. Recordemos: (i) previsión de inflación al  $2\%$  desde la mitad del horizonte de proyecciones, (ii) previsión de inflación al  $2\%$  hasta al final del horizonte de proyecciones y (iii) juzgar que las presiones inflacionistas subyacentes en el momento de la subida de tipos son consistentes con el objetivo de inflación del  $2\%$  a medio plazo.
- En este sentido, el BCE debería reducir gradualmente las compras de activos durante 2022 para finalizarlas antes de la subida de tipos. Aunque la presencia del BCE en los mercados financieros está garantizada a través de las reinversiones del principal a su vencimiento.
- **El conflicto entre Rusia y Ucrania supone un freno a este proceso**, que podría posponerse algunos meses debido a la incertidumbre sobre el escenario y a los efectos económicos directos e indirectos de una guerra tan cerca de las fronteras de la eurozona y con países tan estrechamente ligados a importaciones estratégicas.

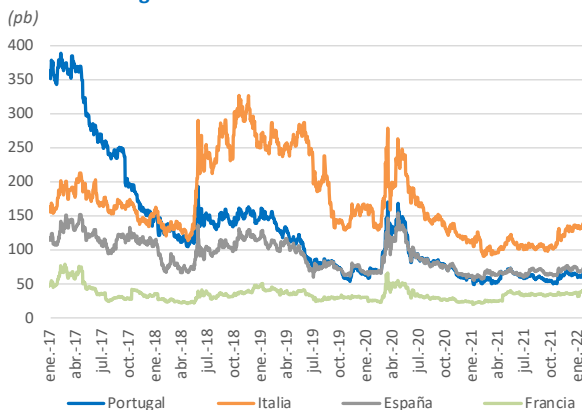
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



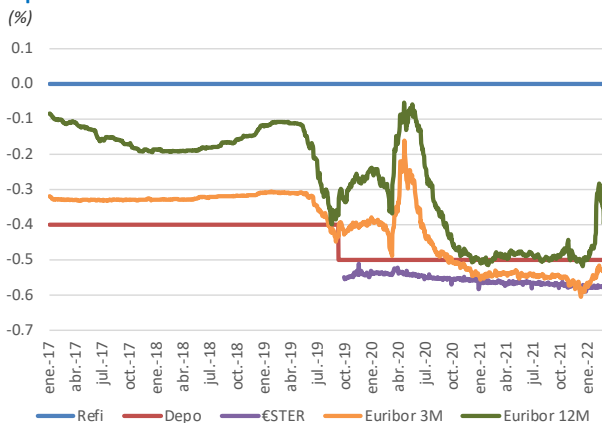
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



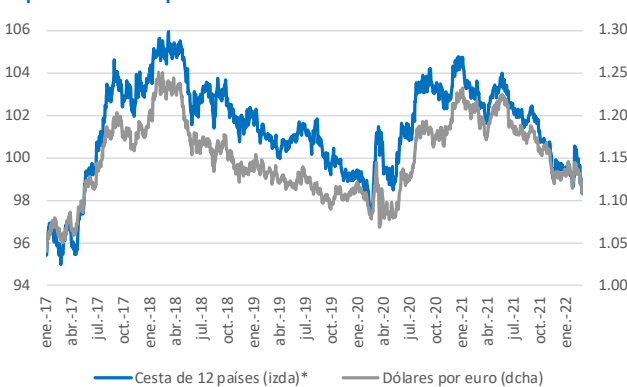
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés interbancarios



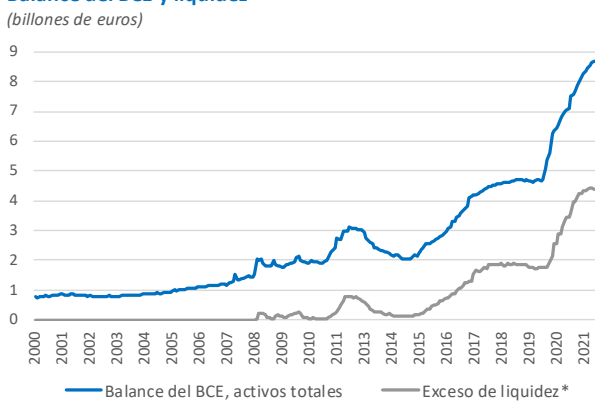
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de cambio para la eurozona



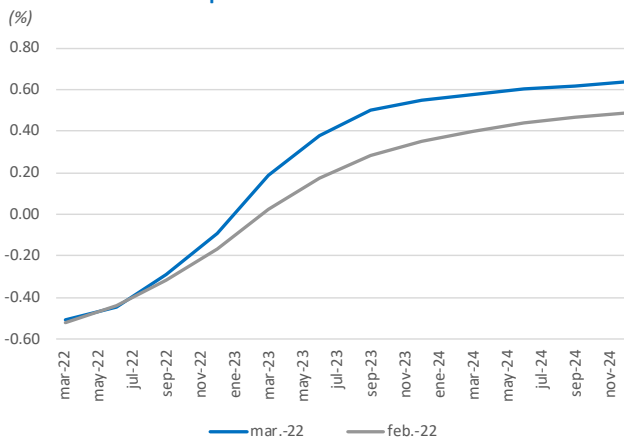
Nota: \*Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1 T 1999).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### Balance del BCE y liquidez



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.

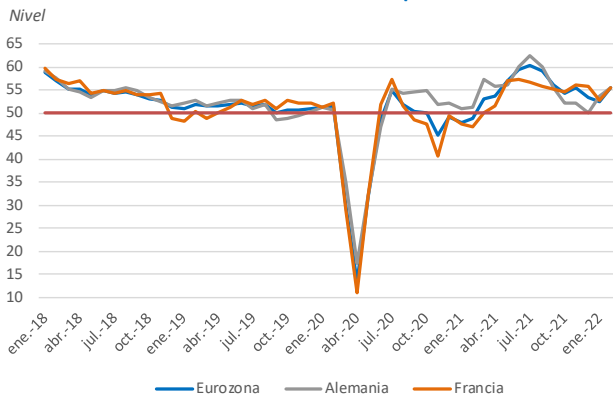
### Euribor a 3 meses: expectativas de mercado\*



Nota: \*Futuros del euribor a 3 meses.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Indicadores de condiciones económicas

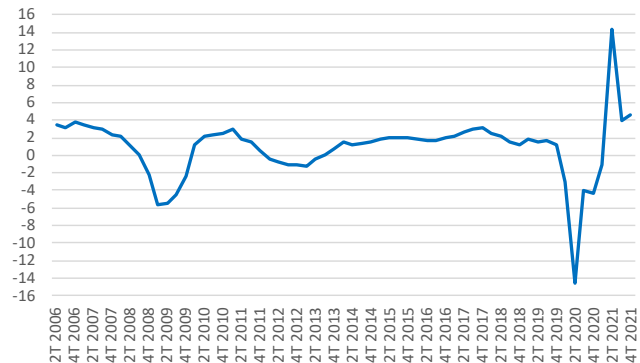
### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



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

### Eurozona: PIB

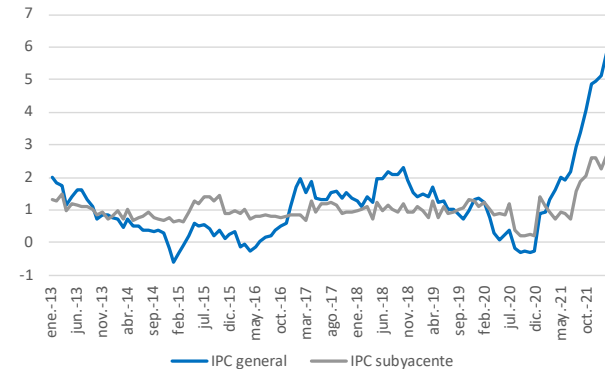
Variación interanual (%)



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 a diciembre de 2021

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

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

Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto: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.