

Nota Breve 08/04/2022

## Mercados financieros · Un dividido BCE ofrecerá más pistas sobre el ritmo de retirada de estímulos

### Reunión del 14 de abril de 2022: qué esperamos

- En su última reunión, en marzo, el BCE publicó diversos escenarios (uno central, uno adverso y uno severo) en función del impacto que podría tener la guerra en Ucrania y condicionó el final de las compras netas del APP en el 3T 2022 a la evolución de los datos económicos. En cuanto a los tipos de interés, mantuvo intactas las condiciones para poder subirlos, aunque relajó la relación temporal entre la primera subida y el fin de las compras netas del APP y aseguró que el ritmo de subidas sería gradual. Con esta batería de anuncios en la pasada reunión, y sin tener una actualización del cuadro macroeconómico en esta, **no esperamos grandes anuncios en las herramientas del BCE la semana que viene.**
- Sin embargo, creemos que **la reunión servirá para calibrar, de nuevo, el grado de división entre los miembros** más favorables a un plan más agresivo de retirada de estímulos monetarios, para hacer frente a la elevada inflación, y aquellos que piensan que ante la incertidumbre del *shock* provocado por la guerra es mejor actuar con cautela y mantener un entorno financiero más acomodaticio. De momento, pensamos que en el Consejo de Gobierno dominará una postura de flexibilidad y cautela en función de los datos económicos, aunque con una firme advertencia de que el banco central está preparado para acelerar el proceso de retirada de los estímulos monetarios, de ser necesario. Para los mercados financieros, una retórica más *hawkish* del BCE podría acentuar las recientes subidas en la rentabilidad de la deuda soberana, pero, también, dar cierto apoyo al euro.

### Condiciones económicas y financieras recientes

- Los indicadores de sentimiento económico de la eurozona se han deteriorado de forma generalizada, aunque con distintos matices. Por un lado, los PMI en marzo flexionaron a la baja, aunque se mantienen con holgura en el terreno expansivo (por encima de los 50 puntos). Por otro lado, el índice de confianza de la Comisión Europea cayó hasta niveles similares a los de inicios de 2021, mientras el Ifo alemán se situó en niveles no observados desde el estallido de la pandemia. En cuanto a la evolución de los precios, estas encuestas apuntaban a un aumento generalizado de los costes de las empresas y a un recrudescimiento de los cuellos de botella. Con todo, estos indicadores, junto con otros como las ventas minoristas de febrero (+0,3% intermensual), apuntan a un **crecimiento modesto del PIB en el 1T 2022**, si bien se han deteriorado las expectativas para este trimestre.
- Por otro lado, la inflación general de la eurozona se situó en marzo en el 7,5%, empujada principalmente por el aumento de los precios del componente energético y de los alimentos no elaborados (+44,7% y +7,8% interanual, respectivamente). Aunque en cotas distintas, la inflación subyacente escaló 0,3 p. p. hasta el 3,0%, lo que sugiere que tanto **los cuellos de botella como el *pass-through* de los precios energéticos al resto de componentes jugará un papel importante durante 2022.** El mercado laboral, por su parte, se mantiene muy robusto, con la tasa de paro de la eurozona en el mínimo histórico (6,8% en febrero).
- En los mercados financieros, los principales catalizadores de las últimas semanas han sido la evolución de la guerra en Ucrania y el repunte de las expectativas de inflación y de subidas de tipos por parte de los bancos centrales. Según los implícitos de mercados, **los inversores esperan dos subidas de tipos de 0,25 p. p. cada una en 2022 y cuatro en 2023.** En este contexto, desde que el BCE se reuniera el pasado 10 de marzo, el tipo de interés soberano de Alemania a 10 años ha repuntado cerca de 40 p. b. y se ha situado en el 0,70%, un nivel no visto desde inicios de 2018. Las primas de riesgo, por su parte, se han mantenido relativamente estables, aunque claramente por encima de los niveles de 2021. En la renta variable, las bolsas recuperaron parte de las caídas registradas tras el estallido de la guerra, si bien bajo una perspectiva muy incierta sobre la evolución de los beneficios empresariales.

## Los mensajes del BCE

---

- En las últimas semanas, los comentarios de los miembros se han decantado, en general, a favor de una política monetaria algo más reaccionaria al riesgo inflacionista de lo mostrado en la reunión de marzo, aunque con diferencias y matices entre sus principales miembros. Por un lado, los habituales halcones, como los presidentes de los bancos centrales de Austria, Países Bajos o Alemania, se han mostrado a favor de situar el tipo de interés sobre la facilidad de depósito en el 0% antes de finales de año, en línea con las expectativas cotizadas en los mercados financieros. A este sector más *hawkish*, aunque sin ser tan explícita en sus declaraciones, se les unió **Isabel Schnabel, quien aseguró que una parte sustancial del repunte actual de la inflación se debe a factores persistentes** que, en ausencia de una respuesta de la política monetaria, podrían desviar la inflación del objetivo del 2% a medio plazo.
- Por otro lado, los miembros más *dovish* insistieron en que las elevadas tasas de inflación se deben, mayoritariamente, a un *shock* energético y que la guerra en Ucrania genera mucha incertidumbre sobre la economía. Entre los miembros que expusieron este tipo de argumentos se encontraba el economista jefe Phillip Lane, quien reiteró que el BCE proyecta la inflación por debajo del 2% en 2024 en todos los escenarios publicados en marzo. Asimismo, explicó que **el repunte en las expectativas de inflación a largo plazo cotizadas en los mercados financieros (véase el último gráfico en el anexo) se debe a un aumento de las primas de riesgo y no estrictamente a un repunte de las expectativas de inflación en sí mismas.**
- En este sentido, las actas de la última reunión, publicadas esta semana, ponen de manifiesto estas diferentes visiones entre los miembros. En general, se ofrecieron más argumentos a favor de una retirada anticipada de los estímulos monetarios que de mantenerlos, aunque **el consenso estuvo, y creemos que se mantendrá así en esta reunión, en mantener cierta flexibilidad y opcionalidad en las decisiones.**

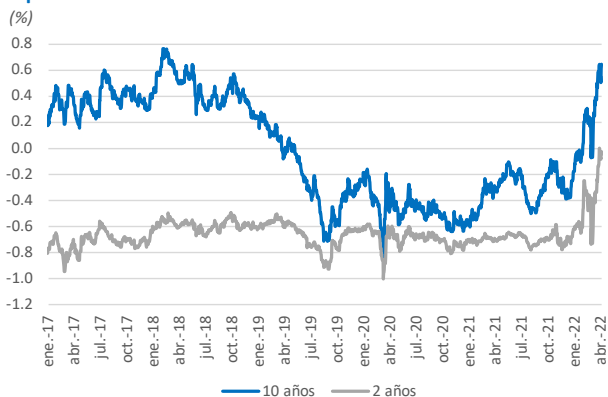
## Perspectivas del BCE a medio plazo

---

- Creemos que muy probablemente **durante la segunda mitad 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.
- Al haber relajado la condición temporal de esta primera subida del final de las compras netas del APP, creemos que hay margen para que el BCE las cese durante el 3T y se tome un tiempo antes de realizar la primera subida del tipo de interés sobre la facilidad de depósitos desde 2011. En cualquier caso, la presencia del BCE en los mercados de deuda está garantizada a través de las reinversiones del principal a su vencimiento, tanto del APP como del PEPP.
- **Una persistencia y/o escalada en el conflicto entre Rusia y Ucrania podría suponer un freno a este proceso,** dado el posible impacto negativo en el escenario económico de una guerra tan cerca de las fronteras de la eurozona y con países tan estrechamente ligados a importaciones estratégicas. Sin embargo, un repunte de las presiones inflacionistas (a través, por ejemplo, de una evolución más dinámica de los salarios o de un *pass-through* sostenido de los precios energéticos al resto de componentes) podría, también, acelerar la normalización de la política monetaria.

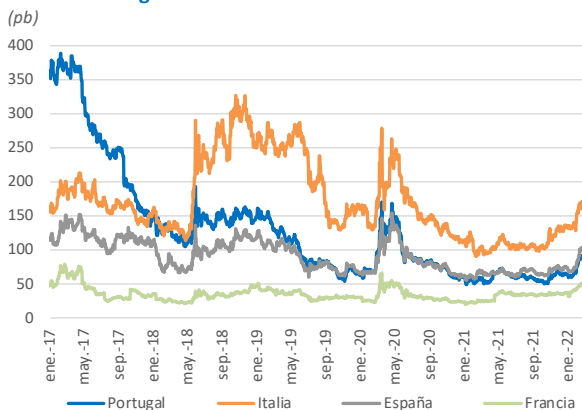
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



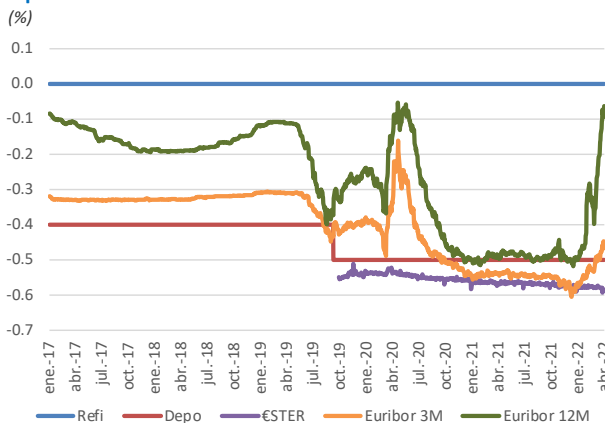
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



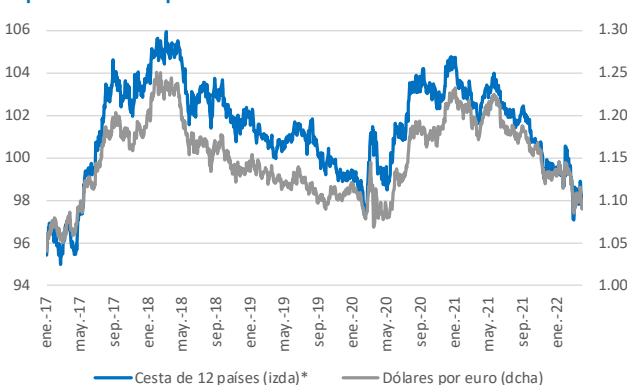
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés interbancarios



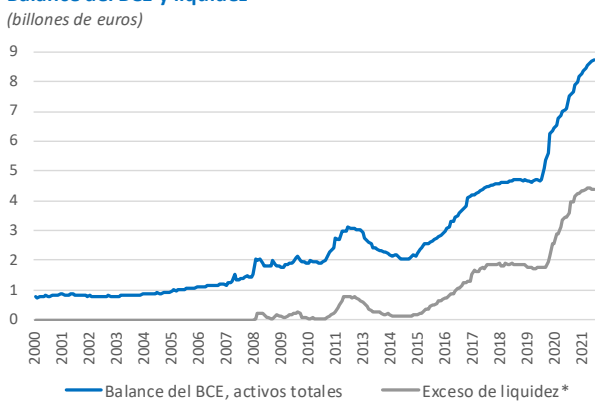
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de cambio para la eurozona



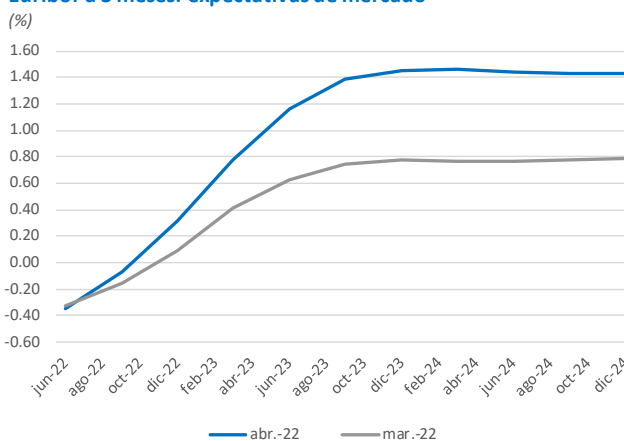
Nota: \*Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1 T 1999).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### 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.

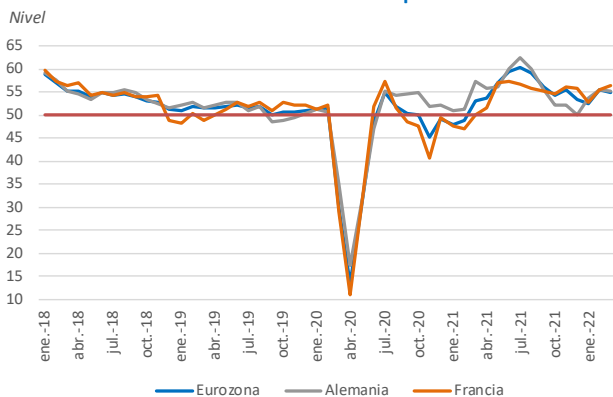
### Euribor a 3 meses: expectativas de mercado\*



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

## Indicadores de condiciones económicas

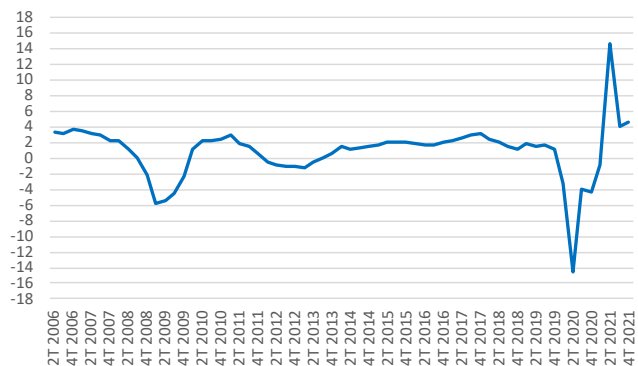
### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



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

### Eurozona: PIB

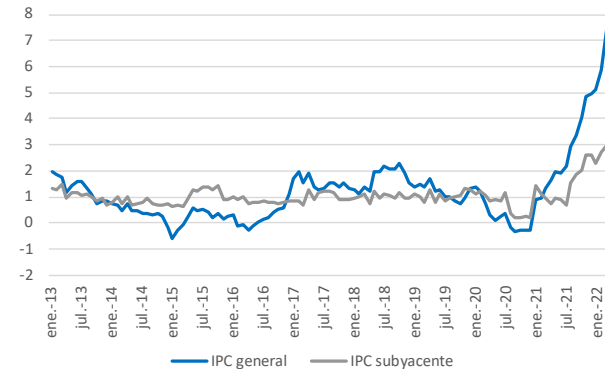
Variación interanual (%)



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 marzo de 2022

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

Nota: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (diciembre 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.