

Nota Breve 03/06/2022

Mercados financieros · El BCE confirmará el adelanto de retirada de los estímulos monetarios

Reunión del 9 de junio de 2022: qué esperamos

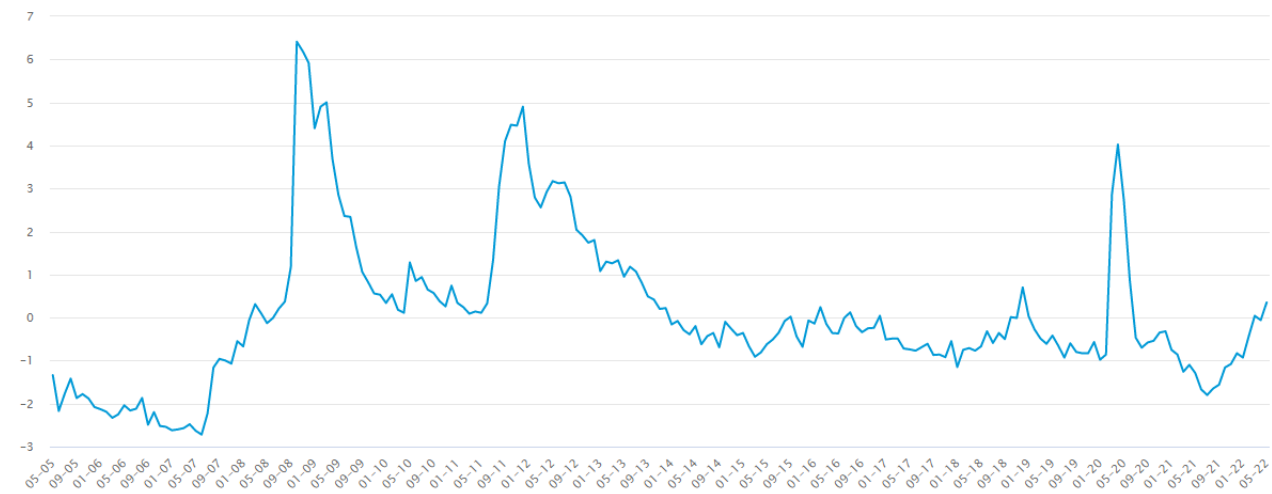
- En la reunión de la semana que viene creemos que el BCE ofrecerá una hoja de ruta clara para la retirada de los estímulos monetarios en el 3T. De acuerdo con lo que publicó la presidenta Christine Lagarde en el blog de la institución, **creemos que el BCE anunciará el fin de las compras netas de activos bajo el APP a partir del 1 de julio y preparará el terreno para el abandono de los tipos de interés negativos a finales del trimestre, en la reunión de septiembre.**
- La opción que de momento parece más probable es que lo haga con dos subidas en los tipos oficiales de 25 p. b. en las reuniones de julio y septiembre, pero algunas voces dentro del Consejo de Gobierno ya piden que la de julio sea de 50 p. b. para abandonar el entorno de tipos negativos cuanto antes.
- Estos esperados anuncios se producirán junto a la actualización de las previsiones macroeconómicas, que creemos que **mostrarán una mayor inflación general y subyacente**, consistente con las dos primeras condiciones de la *forward guidance* para poder subir los tipos de interés, **y una posible revisión a la baja del crecimiento económico.**
- Para los mercados financieros, los anuncios corroborarían las expectativas que ya se han formado en las últimas semanas, en cuanto a la dirección de la política monetaria a corto plazo. En ese sentido, el enfoque de los inversores probablemente se centrará en posibles señales sobre el ritmo de normalización monetaria a medio y largo plazo.

Condiciones económicas y financieras recientes

- El aumento de los costes de producción y las interrupciones en las cadenas mundiales de suministro continúan lastrando los principales indicadores de confianza de la eurozona. Sin que en abril y mayo se produjera un mayor deterioro, los principales indicadores se mantienen en niveles más bajos que los observados a principios de año. La excepción se encuentra en el sector de los servicios, que todavía se beneficia de los efectos de reapertura. En cualquier caso, hay dudas sobre la capacidad de la eurozona para mantener un crecimiento positivo en el 2T (tras haber aumentado un 0,2% en el 1T), en un contexto de elevados precios energéticos, cuellos de botella y cierres de suministro de gas ruso a algunos países europeos.
- A estos riesgos se le debe añadir el aumento de la inflación, que en mayo se ubicó en un nuevo máximo histórico en el 8,1% interanual, 0,7 p. p. superior al del mes anterior. Ese ascenso fue generalizado entre sus componentes y la inflación subyacente escaló 0,3 p. p. hasta el 3,8% (véase la [Nota Breve](#)). Al temor de que esta elevada inflación genere un espiral de precios-salarios contribuyó el dato de los salarios negociados del BCE, que mostró un aumento del 2,8% interanual en el 1T. La cifra en sí no es muy preocupante, al ser consistente con una inflación al 2%, pero preocupa el aumento respecto al trimestre anterior (+1,2 p. p.) y la posible tendencia que pueda tener este indicador en los próximos trimestres, con una tasa de paro que se mantuvo en el 6,8% en abril, un mínimo histórico.
- La respuesta del BCE, y el resto de los bancos centrales, a esta elevada inflación centró la atención de los inversores en las últimas semanas y provocó ciertas turbulencias en los mercados financieros. El temor a una *hard landing* alimentó una mayor demanda por activos considerados refugio y una huida generalizada de los activos de riesgo que castigó a las principales bolsas de la eurozona. En renta fija, los tipos de interés repuntaron, con el *bund* alcanzando el 1,2% y las primas de riesgo periféricas ensanchándose. La rentabilidad en los bonos corporativos también se ha ampliado, mientras que el euríbor a 12 meses ya supera el 0,45%. Este entorno ha tensionado las condiciones financieras de la eurozona, que, según nuestro indicador, sugiere que se ubicaron en terreno restrictivo en mayo, la primera vez desde la primavera de 2020, tras la primera oleada de contagios COVID (véase el gráfico).

Eurozona: índice de condiciones financieras de CaixaBank Research

Índice (0 = promedio histórico)



Nota: Para más detalles véase "El enfoque holístico del BCE" en el IM06/2021.

Fuente: CaixaBank Research.

Los mensajes del BCE

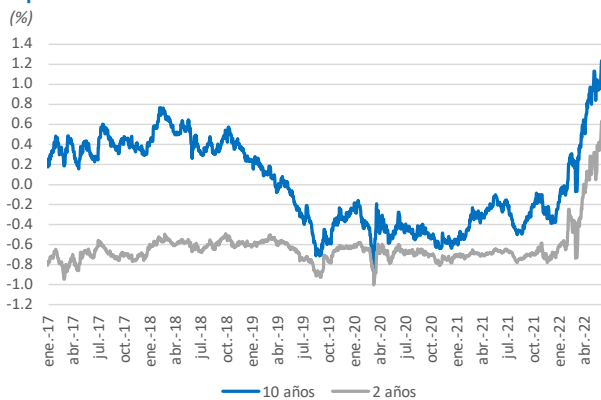
- En este periodo entre reuniones ha habido múltiples comunicaciones por parte de los miembros del BCE, pero, sin lugar a duda, la más importante ha sido la entrada al blog del BCE que realizó la presidenta Lagarde el 23 de mayo. En el *post*, Lagarde explicó que elementos coyunturales, como los cuellos de botella o el aumento de los precios energéticos, han empujado al alza la inflación. Pero también explicó que la tendencia de diversos elementos estructurales, como la desglobalización o la transición energética, apuntan a que las presiones desinflacionistas del pasado se podrían revertir. Con esta argumentación, Lagarde justificó que es necesario abandonar las políticas superacomodaticias que se instauraron en 2014 (compras netas de activos y tipos de interés negativos) y se mostró favorable a finalizar las compras netas «muy pronto en el 3T» y a subir los tipos de interés en julio y septiembre.
- Diversos miembros del Consejo de Gobierno se han mostrado favorables a la hoja de ruta fijada por la presidenta Lagarde, pero otros sugieren que sería positivo subir los tipos de interés en julio ya en 50 p. b. para abandonar los tipos de interés negativos lo más rápido posible. La reunión de la semana que viene será clave para ver el nivel de acuerdo (o desacuerdo) sobre cómo y cuándo abandonar los tipos de interés negativos, así como el posible ritmo de subidas a medio y largo plazo. También será relevante cualquier información sobre la posibilidad de un nuevo instrumento diseñado para atenuar posibles tensiones financieras en los mercados de deuda soberana, una vez que el BCE formalice el cese de compras netas a corto plazo.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Creemos que en la actualización de las previsiones de la semana que viene ya **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 el 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. Creemos que, más allá de septiembre, el BCE realizará subidas de tipos graduales para llevar la inflación hasta el 2% a medio plazo. Nuestra expectativa es que la inflación general y subyacente se mantengan por encima de ese nivel durante 2022 y buena parte de 2023.
- En caso de que la inflación no diese muestras de moderarse durante la segunda mitad de 2022, creemos que el BCE podría realizar subidas de tipos más agresivas (por ejemplo, en cada reunión o de 50 p. b.). Por otro lado, en caso de que la economía de la eurozona sufriese una desaceleración muy acentuada o incluso una recesión, el BCE podría frenar este proceso de subida de tipos.
- En cuanto a la política de reinversión de activos, esperamos que el BCE decida mantener la flexibilidad en las reinversiones de los activos que vayan venciendo en el PEPP y, posiblemente, en el APP, por lo menos en los próximos dos años.

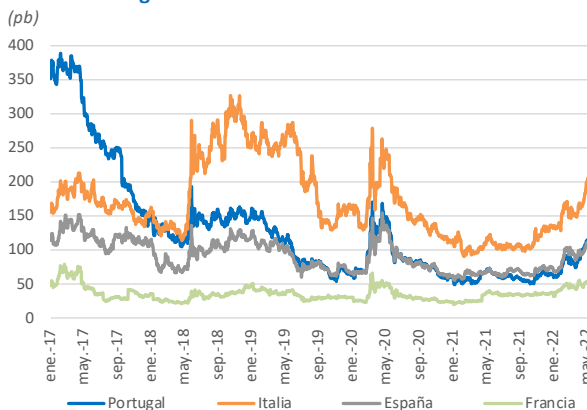
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



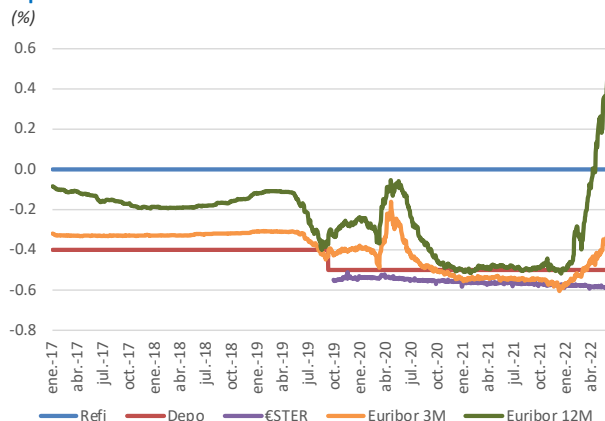
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



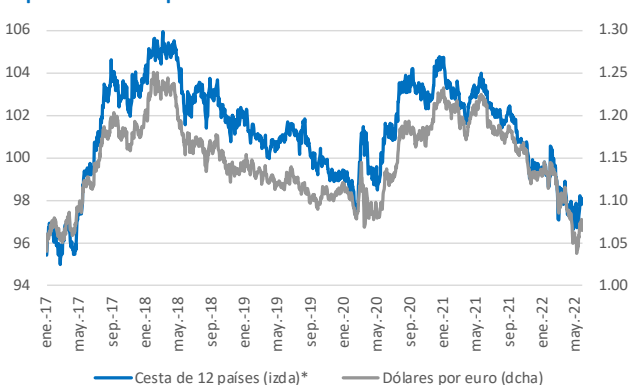
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



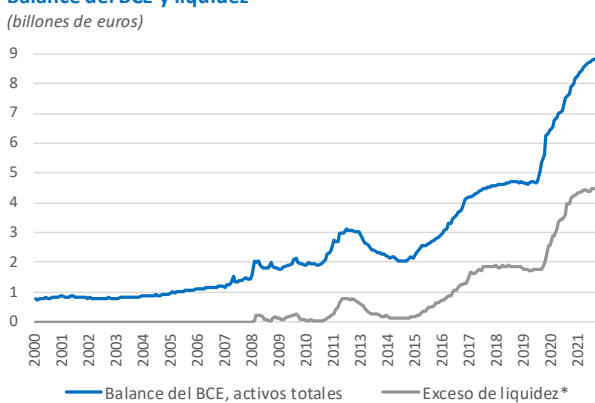
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



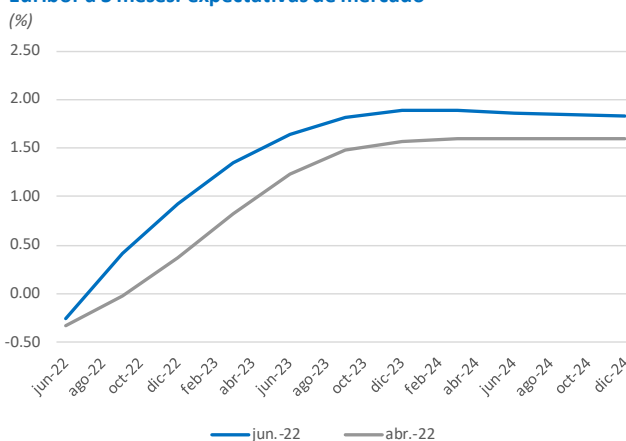
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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.

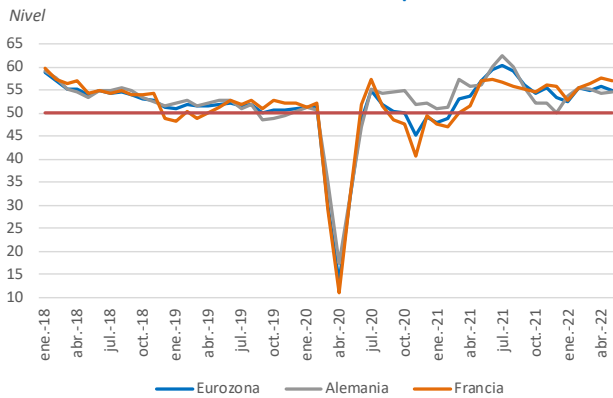
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

Indicadores de condiciones económicas

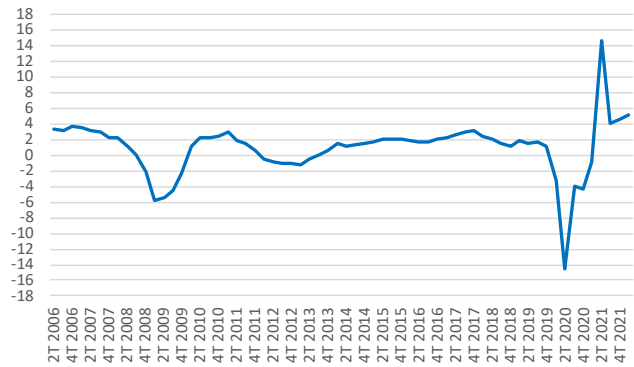
Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



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

Eurozona: PIB

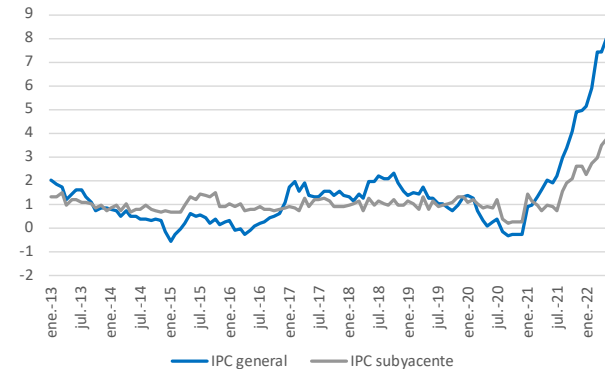
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

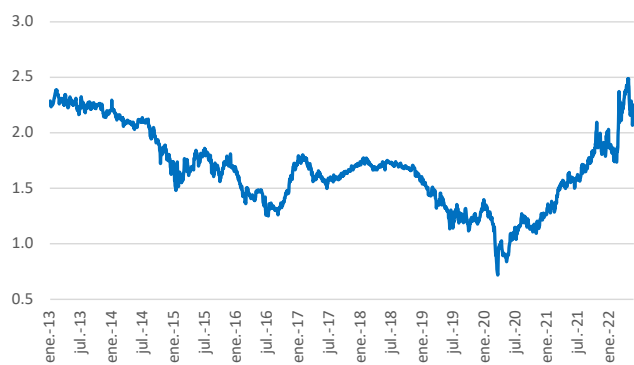
Variación interanual (%)



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
Crecimiento del PIB	5,4	3,7 (4,2)	2,8 (2,9)	1,6 (1,6)
Inflación general	2,6	5,1 (3,2)	2,1 (1,8)	1,9 (1,8)
Inflación subyacente	1,3	2,6 (1,9)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)

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

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.