

Nota Breve 14/07/2022

## Mercados financieros · El BCE subirá los tipos 11 años después, pero deberá convencer con la nueva herramienta antifragmentación

### Reunión del 21 de julio de 2022: qué esperamos

- Tras más de 11 años sin hacerlo, creemos que el BCE subirá los tipos de interés oficiales en su reunión de la semana que viene. Pese a que algunos miembros del Consejo de Gobierno se han mostrado favorables a subirlos en 50 p. b., creemos que el aumento será de 25 p. b., tal y como se expresó en la reunión del pasado mes de junio. La posible sorpresa *hawkish* vendría del lado de la orientación futura (*forward guidance*) en caso de que no se descartara un aumento de 75 p. b. de cara a la reunión de septiembre (nosotros prevemos un aumento de 50 p. b. en esa reunión).
- El foco de la reunión también se pondrá en el anuncio (o pistas, en caso de que todavía no se dispongan de todos los detalles) de la herramienta antifragmentación con la que el BCE pretende contener subidas especulativas de las primas de riesgos periféricas. Hay mucha incertidumbre todavía sobre el diseño de esta, pero creemos que será un instrumento:
  - Que se activaría en caso de inestabilidad en los mercados financieros (a diferencia del APP o el PEPP, que adquirieron activos desde el momento de su anuncio);
  - condicional a un desempeño sostenible de la política fiscal;
  - y sin efecto en la base monetaria en caso de activación. El BCE seguramente realizará una esterilización a través de sus pasivos para evitar que las reservas bancarias aumenten (por ejemplo, ofreciendo depósitos a plazo al sector financiero).
- El éxito de esta medida será clave para que el BCE pueda implementar, minimizando los riesgos de inestabilidad financiera, el ciclo de subidas que desea para combatir la elevada inflación de la eurozona (en el 8,6% en junio) y dar apoyo a un euro que ayer momentáneamente llegó a situarse por debajo de la paridad con el dólar (lo que a su vez aviva las presiones inflacionistas a través de unas importaciones más caras).

### Condiciones económicas y financieras recientes

- La actividad económica en la eurozona se está desacelerando, con los indicadores de sentimiento en clara tendencia a la baja durante el 2T. Por ejemplo, los PMI, tanto de manufacturas como de servicios, se han moderado (aunque se mantienen todavía por encima de los 50 puntos) o la confianza del consumidor se sitúa claramente por debajo de los niveles observados en el 1T 2022 o en el conjunto de 2021. Asimismo, los riesgos sobre el escenario están claramente sesgados al alza y destacan la elevada inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y las dudas sobre la seguridad energética de la región. Con todo, creemos que el ahorro embalsado, una buena campaña turística y un mercado laboral muy dinámico podrían evitar que en los trimestres centrales del año se observasen tasas negativas de crecimiento del PIB.
- Por su parte, la inflación se mantiene en cotas muy elevadas y creemos, además, que ni la general ni la núcleo (que excluye energía y alimentos) han tocado techo todavía. El mantenimiento de los elevados precios energéticos así como potenciales efectos de segunda ronda nos invitan a pensar que la inflación se mantendrá elevada durante bastante tiempo y no será hasta el 4T cuando podría empezar a descender. Creemos que la inflación general y la núcleo se situarán en diciembre de 2022 por encima del 7% y el 3,5%, respectivamente.
- En este contexto de incertidumbre, los mercados financieros han relajado sus expectativas sobre el ritmo de subidas de tipos que realizará el BCE. Si bien los implícitos del €STR llegaron a marcar el pasado 15 de junio que este se situaría en el 2,2% en diciembre de 2023, ahora los participantes del mercado monetario creen que el BCE no será capaz de realizar un ciclo de subidas tan agresivo y sitúan el €STR en el 1,4%. Este movimiento ha arrastrado a la baja también la rentabilidad de la deuda soberana, y el *bund* se encuentra ahora mismo alrededor del 1,2% tras haber alcanzado un pico del 1,77% en junio. Y es que entre los inversores han aumentado considerablemente los temores a una recesión, lo que ha lastrado

el desempeño de los principales índices bursátiles en las economías desarrolladas (desde finales de mayo el S&P 500 y el Eurostoxx 50 han caído un 8% y 9%, respectivamente).

## Los mensajes del BCE

---

- Durante este periodo entre reuniones el principal evento se produjo en la convención de Sintra, donde algunos miembros del Consejo de Gobierno hablaron en público, incluida la presidenta Lagarde. En su aparición, Lagarde explicó que la mayor parte de la elevada inflación observada hasta la fecha se debe a factores externos (como la guerra en Ucrania, los cuellos de botella o el aumento de la demanda global). Según ella, una menor parte podía ser atribuida, por el momento, a la mayor demanda de servicios, en concreto aquellos más sensibles al contacto social. De cara a los próximos meses, detalló qué elementos afectarían a la persistencia de esta elevada inflación: mientras que, por ejemplo, el buen anclaje de las expectativas de inflación y el modesto desempeño del consumo privado (todavía en niveles prepandemia) apuntan a una moderación de los precios, la solidez del mercado laboral, la duración de los cuellos de botella e incluso la aceleración de la transición energética apuntan a una mayor persistencia de la elevada inflación.
- En cuanto a la política monetaria, Lagarde explicó que, sin haber subido todavía los tipos de interés, las condiciones financieras de la eurozona ya se habían endurecido y que subirían los tipos de interés tanto como fuese necesario para llevar la inflación de vuelta al objetivo del 2%. Para ello, explicó que es necesario que la herramienta antifragementación sea efectiva y permita una transmisión eficiente de la política monetaria a todos los Estados miembros (esto es, que una subida de los tipos de interés oficiales se traslade de forma homogénea a todos los países, manteniendo sin grandes cambios las primas de riesgo).
- Sobre esta herramienta también opinó el presidente del Bundesbank Joachim Nagel, quien propuso unas condiciones algo más estrictas para su puesta en marcha. En concreto, comentó que sería positivo que la herramienta solamente se activase cuando las primas de riesgos aumentasen de forma injustificada, reflejando una reacción excesiva de los mercados financieros, que fuese de carácter temporal, con compras esterilizadas y suficiente condicionalidad para evitar el riesgo moral de las políticas fiscales de los Estados miembros.

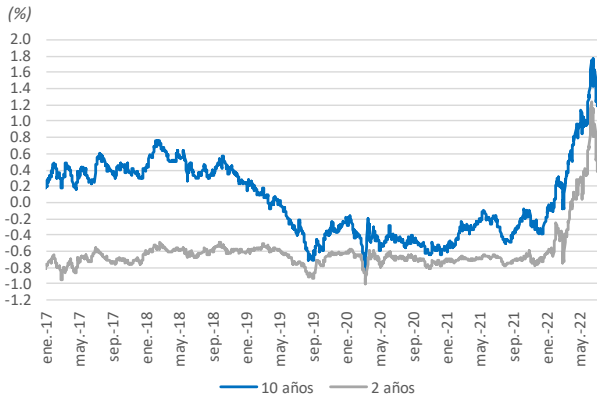
## Perspectivas del BCE a medio plazo

---

- Creemos que más allá de la reunión de septiembre, cuando el tipo de interés sobre la facilidad de depósito (*depo*) se situará en el 0,25%, el BCE realizará subidas de 25 p. b. en cada reunión hasta marzo para llevar el *depo* hasta el 1,25%. Sin embargo, 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, de 50 p. b.) o realizar subidas más allá del 1T 2023. 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 los programas de compras, creemos que el BCE se mantendrá activo en los mercados de deuda soberana a través de las reinversiones a su vencimiento de los activos adquiridos a través del APP y el PEPP. Además, tal y como se anunció en la reunión de urgencia del pasado mes de junio, los vencimientos del PEPP se reinvertirán de forma flexible entre países con el fin de evitar repuntes indeseados en las primas de riesgo. Así, es probable que parte de los cerca de 20.000 millones de euros que vencen mensualmente bajo este programa se sesguen hacia la adquisición de deuda de países de la periferia de la eurozona.

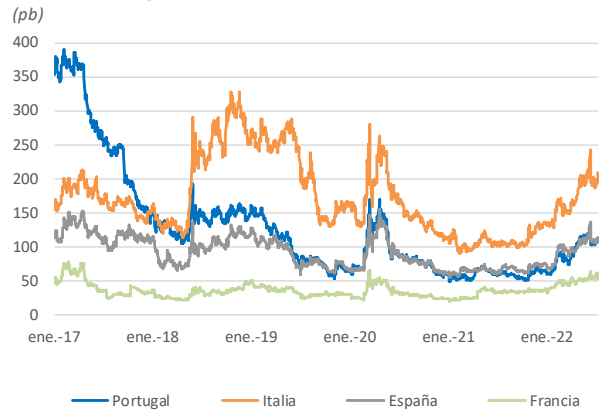
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



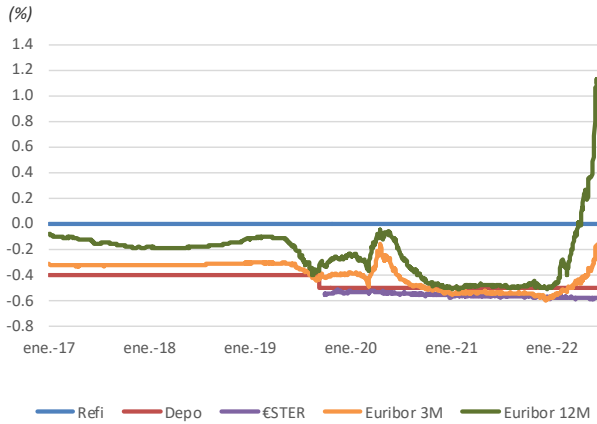
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



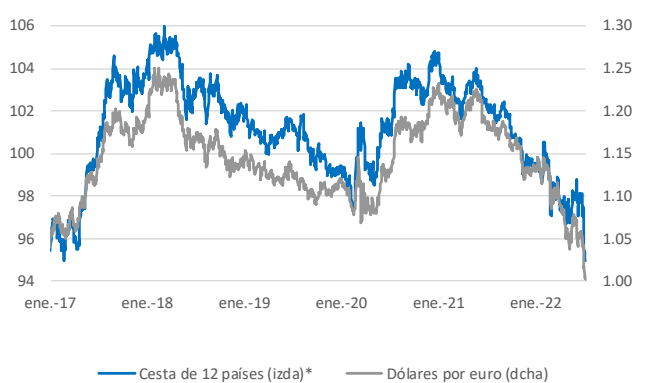
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés interbancarios



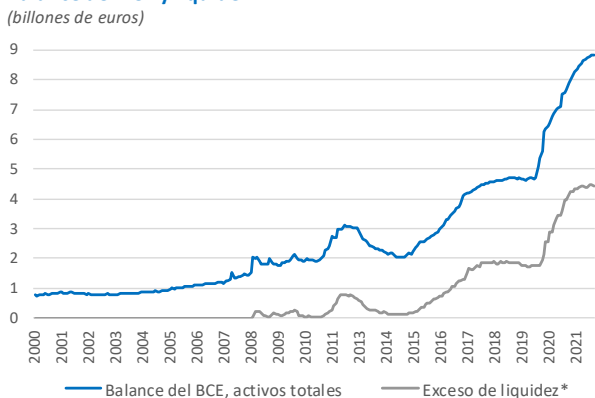
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de cambio para la eurozona



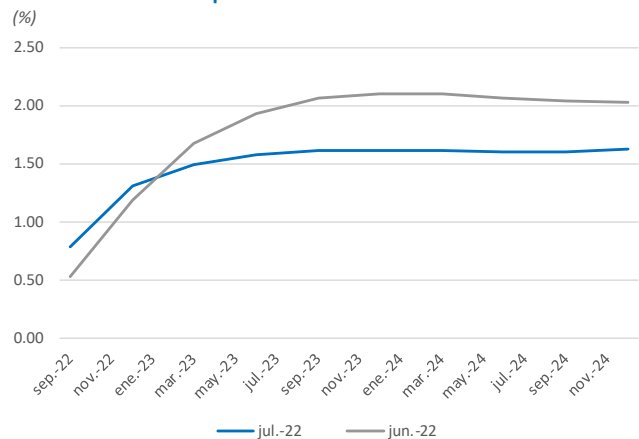
Nota: \*Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### Balance del BCE y liquidez



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.

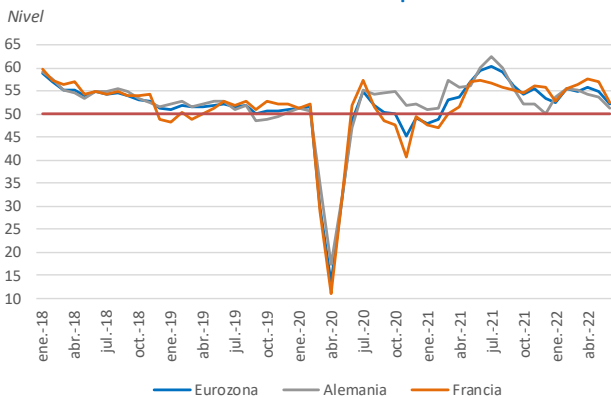
### Euribor a 3 meses: expectativas de mercado\*



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

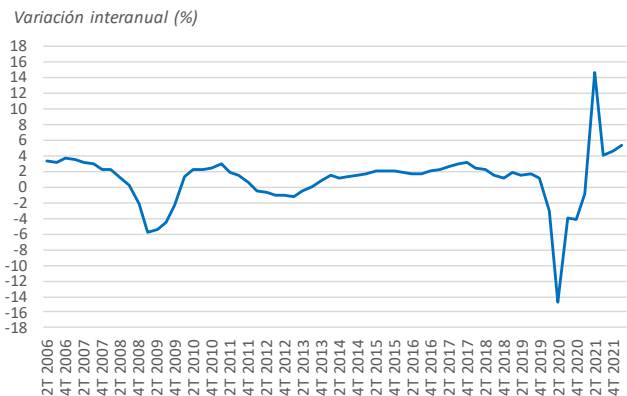
## Indicadores de condiciones económicas

### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



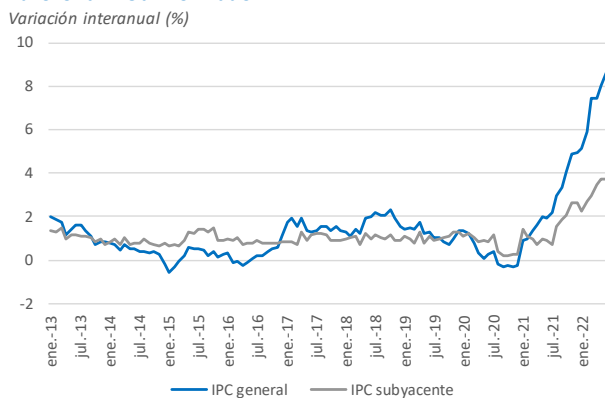
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### Eurozona: PIB



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

### Eurozona: IPC armonizado



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

### Expectativas de inflación de mercado para la eurozona



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

## Previsiones macroeconómicas a junio de 2022

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

Nota: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (marzo de 2022).

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.