

Nota Breve 02/09/2022

Mercados financieros · El BCE seguirá subiendo los tipos oficiales a un ritmo elevado en septiembre

Reunión del 8 de septiembre de 2022: qué esperamos

- Ante el mayor riesgo de persistencia en las presiones inflacionistas, esperamos que el BCE decida seguir subiendo los tipos de interés oficiales cuando se reúna la próxima semana en Fráncfort. El grueso de la reunión probablemente se centrará en alcanzar un consenso sobre el tamaño de la subida, con los comentarios más recientes de algunos miembros del Consejo de Gobierno mostrando una clara divergencia entre aquellos que apoyan mantener el ritmo al ya aprobado en julio (de 50 p. b.) y otros que están a favor de ajustarlo al alza (hasta los 75 p. b.). Pensamos que, en balance, se alcanzará una mayoría para subir los tipos en 50 p. b., lo que daría más tiempo al Consejo para evaluar la evolución de la situación en el mercado del gas y el posible impacto de la crisis energética.
- La semana que viene el BCE también actualizará el cuadro macroeconómico. Tras meses con sorpresas alcistas en los datos, la previsión de inflación probablemente tendrá que ser revisada de forma notable al alza tanto para 2022 (6,8% proyectado en junio) como 2023 (3,5%). En 2024 (2,1%), esperamos que la estimación se revise en menor cuantía y que, en todo caso, mantenga una tendencia de convergencia de vuelta al objetivo. En cuanto al crecimiento del PIB, la sorpresa positiva del 2T 2022 así como la revisión del 1T podría empujar al alza la previsión para el conjunto de 2022 (2,8% proyectado en junio), aunque es muy probablemente que en 2023 (2,1%) y, en menor medida, en 2024 (2,1%) se refleje una mayor desaceleración de la actividad económica.
- En cuanto al *forward guidance*, esperamos que el BCE reitere que, en adelante, el tamaño de los incrementos en los tipos de interés se decidirá reunión a reunión, si bien dando claras señales de que el banco central está preparado para acelerar el proceso de normalización monetaria, si fuese necesario. En este contexto, es probable que en el Consejo de Gobierno se inicie un debate sobre estimaciones de dónde podría encontrarse el nivel neutral de los tipos de interés oficiales, así como los posibles efectos que podría conllevar un aumento en los tipos hasta terreno restrictivo, en línea con lo que se cotiza en los mercados. Por su parte, esperamos que el BCE reitere su apoyo unánime sobre la disposición para activar la herramienta antifragmentación TPI (*Transmission Protection Mechanism*) así como en mantener la flexibilidad en las reinversiones de los vencimientos del programa de activos PEPP.

Condiciones económicas y financieras recientes

- Los indicadores de confianza apuntan un claro deterioro de la actividad económica a lo largo de la eurozona este trimestre, tras la sorpresa positiva en el crecimiento del PIB del 2T 2022 (0,6% intertrimestral). Así, el PMI compuesto se mantuvo en la zona contractiva por segundo mes consecutivo en agosto (-0,7 puntos, hasta los 49,2), el indicador de confianza de la Comisión Europea se deterioró hasta mínimos desde inicios de 2021 (-1,3 puntos, hasta los 97,6), mientras que el índice de confianza del consumidor se mantuvo cerca de los mínimos históricos (-24,9 puntos). De cara a la parte final del año, la situación podría incluso agravarse, ya que la estrategia rusa de cierres frecuentes en el suministro de gas amenaza el normal funcionamiento de la economía y mantiene los precios del gas en referencias históricamente altas, presionando al alza la inflación.
- En este sentido, la inflación general en la eurozona volvió a sorprender al alcanzar un nuevo récord en la serie histórica del 9,1% interanual en agosto, 0,2 p. superior al mes anterior. El repunte se debió, principalmente, al avance en la inflación núcleo (que excluye alimentos y energía), que ascendió en 0,3 p. p. hasta el 4,3%. Los precios de la energía se desaceleraron, si bien aún en niveles muy elevados. Con todo, en 9 de los 19 países de la eurozona la inflación ya se encuentra por encima del 10%.
- Por su parte, la intensificación de la crisis energética se ha transmitido en un repunte en las expectativas de inflación en los mercados financieros en los próximos 24 meses y, consecuentemente, en una revisión al alza en los tipos implícitos de los mercados monetarios. De este modo, los mercados cotizan que el BCE realizará subidas en los tipos oficiales de 150 p. b. en lo que resta de año y de 75 p. b. a lo largo de 2023, es decir, 125 p. b. adicionales en todo el periodo frente a lo que se esperaba a finales de julio. En este contexto, los índices bursátiles han retrocedido (en agosto, -5% para el Eurostoxx 50 y -3% para el IBEX), el euro se ha depreciado (en torno a la paridad en su cruce con el dólar), mientras

que los tipos soberanos han repuntado. Por el lado positivo, las primas soberanas se han mantenido relativamente estables en torno a los niveles registrados desde junio, incluso en Italia, a pesar de las elecciones anticipadas en septiembre. El BCE ha dado apoyo a estos mercados a través de las reinversiones del PEPP (17.000 millones de euros a favor de la deuda periférica en junio-julio) y el anuncio del TPI.

Los mensajes del BCE

- Los mensajes más recientes de los miembros del Consejo de Gobierno han mostrado una mayor preocupación sobre el posible impacto que pueda conllevar la crisis energética, tanto en el crecimiento económico como, y principalmente, en la intensificación de las presiones inflacionistas y el riesgo de desanclaje en las expectativas de largo plazo de los agentes. En ese sentido, se percibe un apoyo generalizado para seguir retirando los estímulos monetarios, sin embargo, parece haber divergencia en cuanto al ritmo del ajuste. Ya en la reunión de julio, las actas mostraron que algunos miembros hubiesen preferido que se subieran los tipos en 25 p. b., en consonancia con lo comunicado anteriormente.
- De este modo, los miembros más *hawkish* (como los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Países Bajos o Austria) han alertado del riesgo de que la inflación se mantenga más elevada por mucho más tiempo y que, para contenerla, lo más apropiado sería acelerar la retirada de los estímulos monetarios a corto plazo. Así, algunos gobernadores se mostraron a favor de que los tipos se ajusten en 75 p. b. en la próxima reunión de septiembre. También, se ha hecho referencia a la posibilidad de reevaluar más adelante la política de reinversiones de activos.
- Por otra parte, otros miembros del Consejo se han mostrado más cautelosos, alertando del mayor riesgo de recesión económica y la necesidad de mantener cierto espacio de acción en caso de que la situación cambiase abruptamente. En esta ala destacamos los comentarios del economista jefe, Philip Lane, quien señaló recientemente que resultaría oportuno realizar subidas de tipos a un ritmo constante, es decir, «ni demasiado lento ni demasiado rápido», lo que permitiría «hacer correcciones a mitad de camino» en caso de que sea necesario.
- En cuanto a la dirección de la política monetaria a medio plazo, destacamos los mensajes del gobernador del Banco de Francia, François Villeroy de Galhau, quien en su intervención en la conferencia de Jackson Hole señaló que no debe existir ninguna duda de que el BCE pueda llevar los tipos de interés a nivel restrictivo, es decir, por encima del nivel considerado neutral (entre el 1% y el 2%, según el propio Villeroy de Galhau). Por su parte, Isabel Schnabel señaló que los tipos tendrían que permanecer en niveles elevados por un periodo prolongado para contener la escalada en los precios.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Creemos que, más allá de esta reunión, el riesgo de persistencia en las tensiones inflacionistas dejará al BCE sin otra opción que seguir ajustando al alza los tipos oficiales, probablemente con subidas consecutivas en cada reunión, al menos hasta la primera parte de 2023. Dicha senda llevaría el tipo *depo* próximo al 2%, si bien no descartamos que el BCE tenga que realizar ajustes más sustanciales si la inflación no diese muestras de moderarse en la última parte de 2022. En este contexto, este mes de septiembre estamos en proceso de revisión de nuestras principales previsiones macrofinancieras. El nuevo escenario planteará, entre otros elementos, un ritmo de subidas de tipos algo más acelerado en los principales bancos centrales.
- 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, esperamos que el BCE mantenga la flexibilidad en la reinversión de los vencimientos del PEPP, 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 continúen sesgándose hacia la adquisición de deuda de países de la periferia de la eurozona, así como se realizó en junio-julio.
- En cuanto al TPI, creemos que el efecto comunicativo de su anuncio ha sido exitoso para atenuar las presiones alcistas en las primas de riesgo periféricas y, en ausencia de algún *shock* adverso, el BCE podría no tener que activarlo, al menos a corto plazo. Dicho esto, el país que está centrando la mayor atención es Italia, con una prima de riesgo alrededor de los 235 p. b. y con mucha incertidumbre política ante las elecciones anticipadas de finales de septiembre.

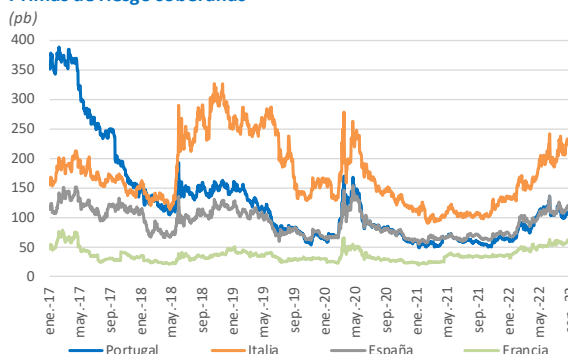
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



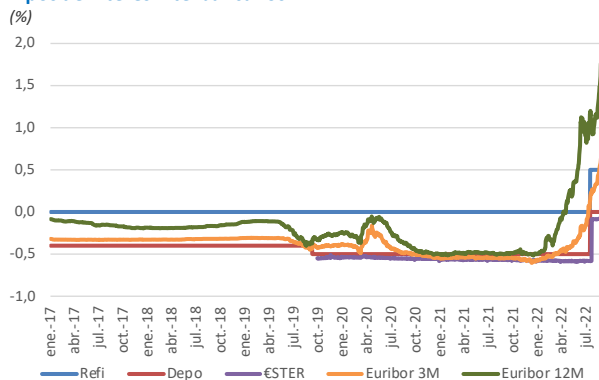
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



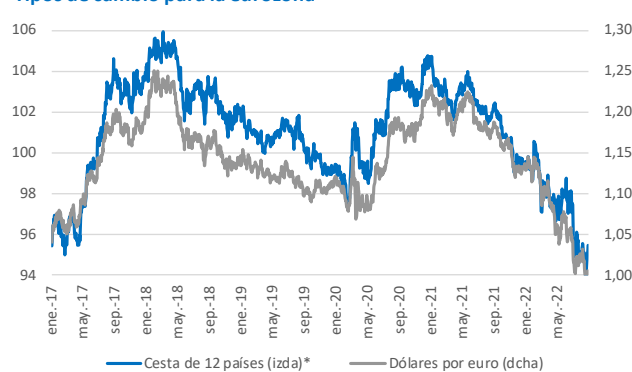
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



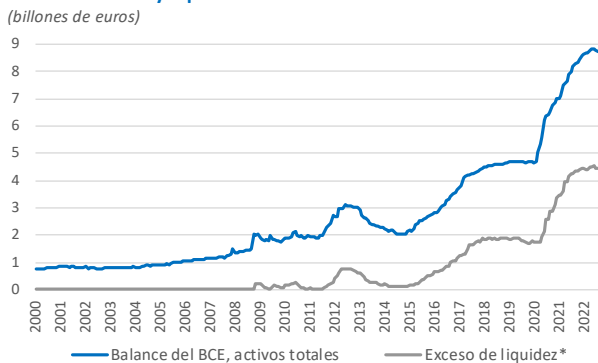
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



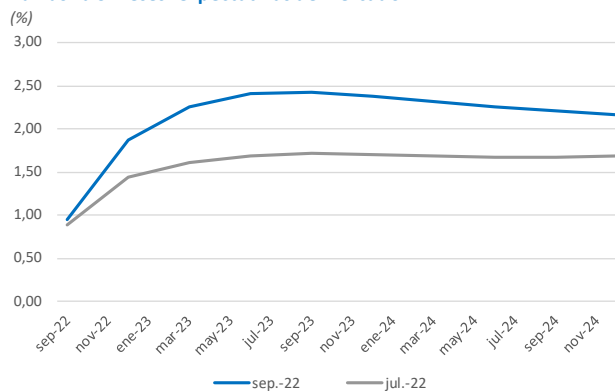
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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.

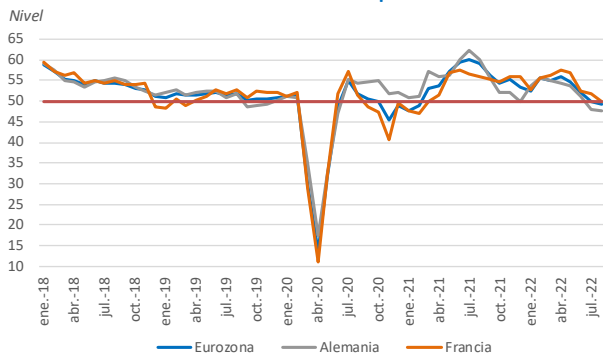
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

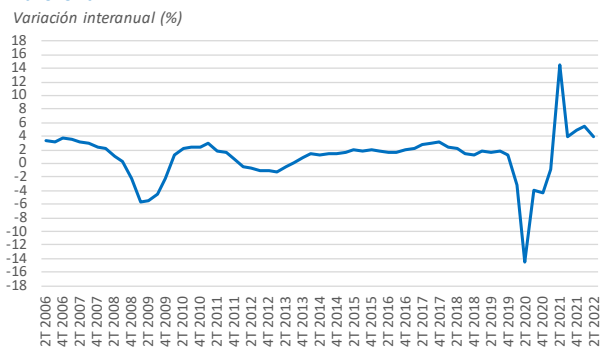
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



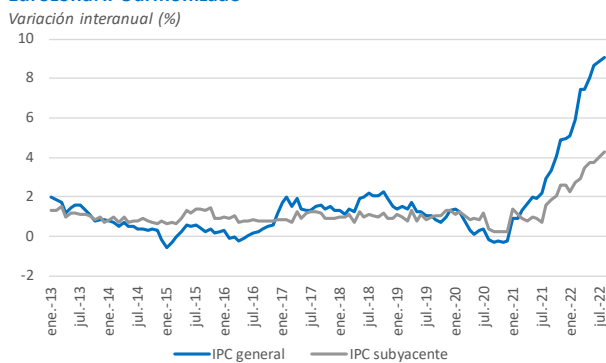
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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

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

Antonio Montilla, 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.