

Nota Breve 26/01/2023

Mercados financieros · El BCE elevará los tipos en 50 p. b. y señalará más subidas

Reunión del 2 de febrero de 2023: qué esperamos

- En su primera reunión del año, esperamos que el BCE decida subir los tipos de interés en 50 p. b., hasta el 2,50% (*depo*) y 3,00% (*refi*), situándolos en un terreno que ya se considera moderadamente restrictivo.
- Este nuevo incremento se justificaría tanto por las cotas incómodamente altas en las que sigue la inflación como por la posibilidad de que ésta tarde más tiempo de lo deseado en bajar hasta el objetivo del 2%. De hecho, la visión del propio BCE es que, sin un mayor endurecimiento monetario, los efectos de segunda ronda darán más persistencia a las presiones alcistas en los precios, lo que, según sus propias previsiones, resultaría en una inflación por encima del 2% hasta 2025.
- Con estas perspectivas, y en un contexto de evolución económica en la eurozona mejor de lo esperado, prevemos que el BCE mantenga lo comunicado en diciembre, dando señales de que seguirá incrementando los tipos de manera significativa y sostenida. Nuestra previsión, que coincide con las expectativas implícitas en los mercados financieros, es que el BCE elevará sus tipos oficiales hasta un pico del 3,50% (*depo*) y 4,00% (*refi*) a mediados de 2023, pero el tono comunicativo que exhiban Lagarde y el Consejo de Gobierno en febrero será importante para confirmar esta visión.
- La próxima semana, el BCE también dará más detalles sobre la reducción de la cartera de bonos adquirida bajo el programa APP. En diciembre ya comunicó que, a partir de marzo, esta reducción se vehiculará con una disminución de 15.000 millones mensuales en las reinversiones: es decir, solo se reinvertirá el 45% de todos los bonos que vayan venciendo. Según [nuestras estimaciones](#), ello acompañará, más que intensificará, el endurecimiento de las condiciones monetarias por los incrementos de tipos oficiales.

Condiciones económicas y financieras recientes

- La inflación baja por la energía (y lo seguirá haciendo), pero las tendencias subyacentes exhiben inercia:
 - La inflación general encadena dos meses de reducción sostenida, desde el 10,6% interanual en octubre hasta el 9,2% en diciembre. Sin embargo, la disminución se explica por la moderación en los precios energéticos (desde +41,5% en octubre hasta +25,5% en diciembre), mientras que las presiones subyacentes muestran inercia (la inflación núcleo, que excluye energía y alimentos, ha acelerado hasta el 5,2%) y los alimentos siguen con crecimientos elevados (+13,5% en el 4T 2022).
 - La tendencia para 2023 debería ser de reducción sostenida de la inflación, de la mano de los propios efectos base, la mayor estabilidad de los precios energéticos, la relajación de los cuellos de botella (ya relativamente normalizados, según distintos indicadores) y el menor dinamismo de la actividad. Según nuestras previsiones, 2023 cerrará con una inflación algo por debajo del 4% y no se alcanzará el objetivo del 2% hasta finales de 2024.
 - Una de las claves son los efectos de segunda ronda que puedan materializarse a través de la evolución de los salarios y las expectativas de inflación:
 - Los salarios siguen sin señales claras de aceleración, con crecimientos muy inferiores a la inflación. El índice de salarios negociados del BCE registró un avance del 2,9% interanual en el 3T 2022 (cerca del promedio anual), mientras que el indicador de salarios de ofertas de empleo publicadas en Indeed.com se mantuvo alrededor del 5,0% en diciembre (exhibe valores parecidos desde agosto). Con todo, cabe esperar que la pérdida de poder adquisitivo conlleve una mayor presión de subidas salariales. De hecho, según cálculos del BCE, los últimos convenios firmados en 2022 apuntan a crecimientos salariales del 5,0% este año.
 - Las expectativas de inflación de largo plazo están razonablemente ancladas en el 2%. Según el último sondeo del BCE (Survey of Professional Forecasters), las expectativas a largo plazo del consenso de analistas se sitúan en el 2,2% (promedio; 2,0%, según la mediana), aunque con un cierto aumento en la probabilidad de inflaciones superiores al 3% (18% vs. 13% hace seis meses). Por su parte, las expectativas deducidas de activos financieros siguen fluctuando ligeramente por encima del 2,0%.

- La actividad económica se modera, lastrada por la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la incertidumbre, pero resiste mejor de lo esperado:
 - Los últimos datos de actividad han sorprendido en positivo y sugieren que la eurozona podría haber evitado una contracción en el 4T 2022 (el PIB se publicará el próximo 31 de enero). En primer lugar, Alemania habría conseguido crecer modestamente en el 4T según la primera estimación del PIB anual (+2,0% en el conjunto de 2022, sin detalle trimestral).
 - En segundo lugar, la producción industrial avanzó un 2,0% interanual en noviembre (3,4% en octubre), mientras que las ventas minoristas se encuentran más débiles, pero sin agudizar su caída (-2,8% interanual en noviembre y -2,6% en octubre).
 - En tercer lugar, los indicadores de sentimiento se están recuperando del marcado deterioro sufrido en otoño. En enero, el PMI compuesto de la eurozona ha vuelto a la zona expansiva (50,2 puntos) y la confianza de los consumidores subió hasta los -20,9 puntos (un nivel bajo, pero con una recuperación clara desde el mínimo histórico de casi -30 puntos en otoño).
 - Por último, el mercado laboral mantiene su robustez, con una tasa de paro en mínimos (6,5% en noviembre) y una tasa de actividad en máximos (75% entre la población de 15 a 64 años).
 - Todo ello, sumado a la estabilización en los mercados energéticos (con precios del gas históricamente altos, pero mucho menos tensionados que en los meses anteriores, y unas reservas todavía elevadas), se está traduciendo en una mejora de las previsiones de actividad de la eurozona: desde CaixaBank Research hemos aumentado la previsión del PIB 2023 hasta el 0,5% (+0,3 p. p.).
- Los mercados financieros han recibido con optimismo la disminución de la inflación y la resistencia de la actividad. En los mercados energéticos ha habido una fuerte caída de los precios del gas, tanto *spot* (en el promedio de enero, un 50% inferiores a lo cotizado a mediados de diciembre) como futuros para 2023 (45% inferiores), mientras que las bolsas se han mantenido claramente al alza (EuroStoxx 50 +8,3% desde la última reunión del BCE) y el euro se ha fortalecido y se acerca a los 1,10 dólares. Por otro lado, el endurecimiento del tono del BCE se ha traducido en un aplanamiento de las curvas soberanas y un aumento en las expectativas de los mercados monetarios (cotizan un *depo* alrededor del 3,50% en el 3T y 4T 2023, es decir, 50 p. b. más de lo que se esperaba hace un mes).

Los mensajes del BCE

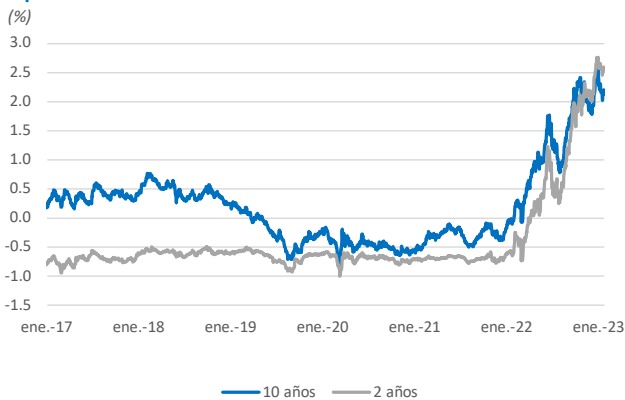
- Los miembros del BCE han continuado con un tono de alerta sobre la inflación, con especial preocupación por la transmisión entre precios intermedios y finales, los efectos de segunda ronda que pueden surgir en el mercado laboral y el impacto de unas medidas fiscales que consideran insuficientemente focalizadas.
- Así, desde su última reunión, los mensajes del BCE han reiterado la necesidad de seguir endureciendo la política monetaria, aunque con cierta disparidad de opiniones sobre cómo implementarlo. La mayoría de las declaraciones, con Lagarde a la cabeza, han respaldado la orientación dada en diciembre (eso es, subidas de 50 p. b. en más de una reunión y con la visión de que un *depo* en el 3,0% sería todavía un nivel demasiado bajo). Sin embargo, algunos miembros, como el gobernador de Banca d'Italia, abogan por no comprometerse todavía a un incremento de 50 p. b. en marzo y, dada la incertidumbre del contexto actual, mantener todas las opciones sobre la mesa de cara a las reuniones de la primavera.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- El BCE continuará subiendo tipos a lo largo del 1T y 2T 2023, hasta situar el tipo *depo* en el 3,5% y el *refi* en el 4,0% en junio. Estas cotas, claramente más restrictivas de lo esperado hace unos pocos meses, deberían representar el nivel final de este ciclo de subidas.
- En cuanto a los programas de compras, el BCE se mantendrá presente en los mercados de deuda soberana mediante las reinversiones de activos. Aunque en 2023 ponga fin a las reinversiones del APP, no lo hará de manera abrupta, mientras que las reinversiones del PEPP deberían continuar hasta 2024.
- Respecto al TPI, el efecto comunicativo de su anuncio fue exitoso para atenuar las presiones alcistas en las primas de riesgo periféricas y, si no se producen nuevos *shocks* adversos, el BCE no tendría por qué activarlo, al menos a corto plazo.

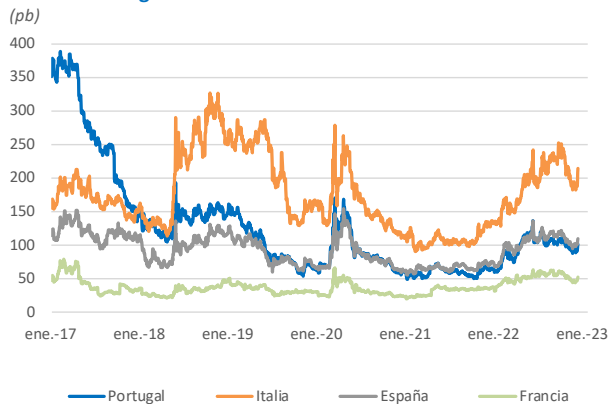
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



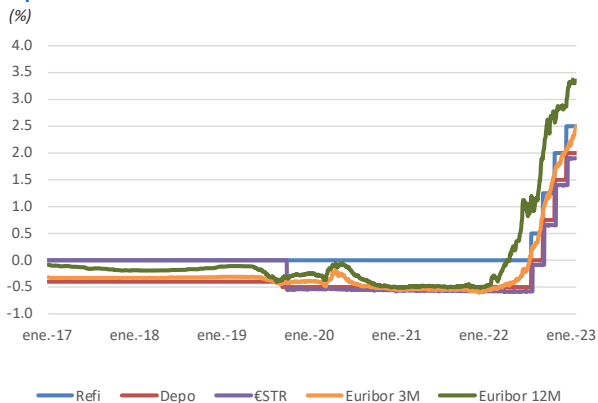
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



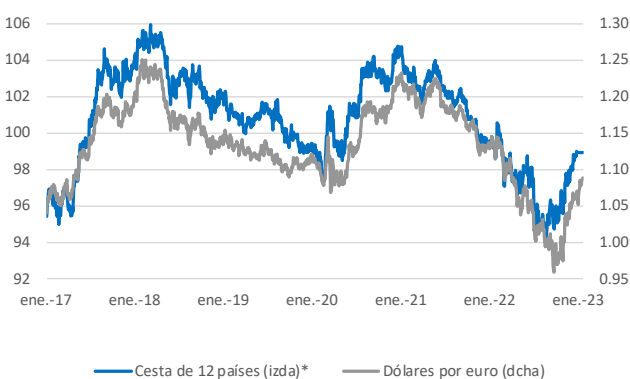
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



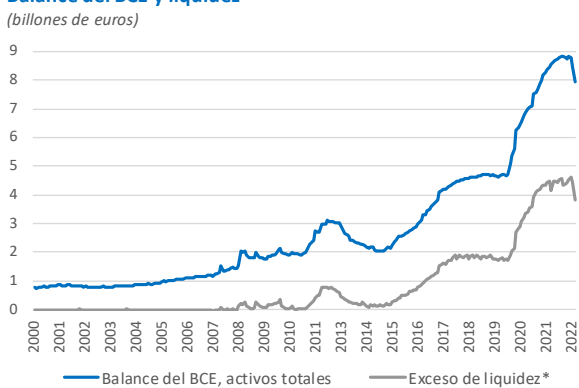
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

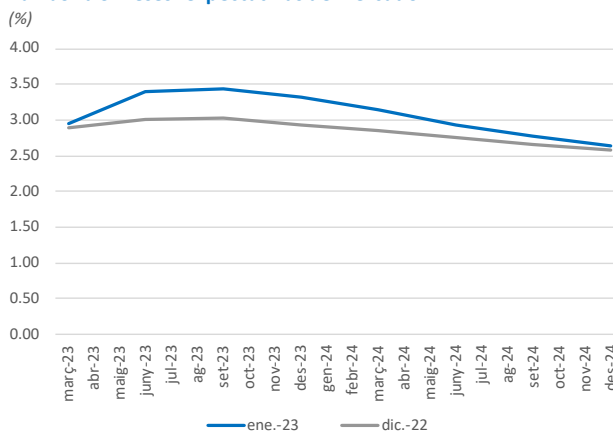
Balance del BCE y liquidez



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*

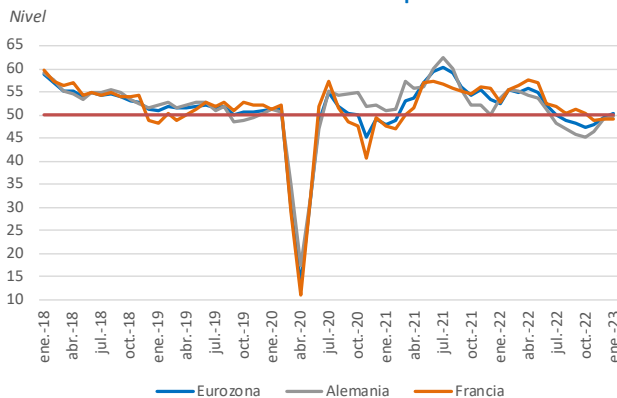


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

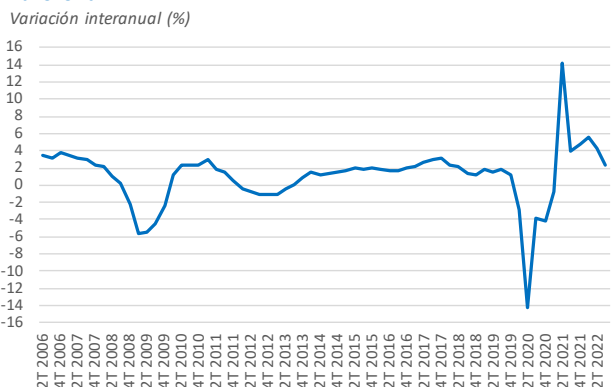
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



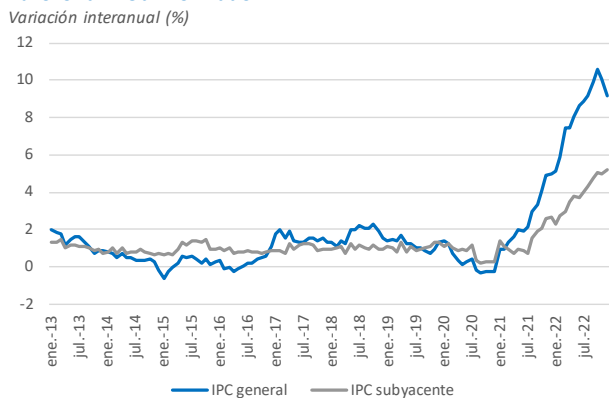
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 diciembre de 2022

	2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB	5,2	3,4 (3,1)	0,5 (0,9)	1,9 (1,9)	1,8
Inflación general	2,6	8,4 (8,1)	6,3 (5,5)	3,4 (2,2)	2,3
Inflación subyacente	1,5	3,9 (3,9)	4,2 (3,4)	2,8 (2,3)	2,4
Compensación por empleado	4,1	4,5 (4,0)	5,2 (4,8)	4,5 (4,0)	3,9

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

Adrià Morron Salmeron, 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.