Nota Breve 27/04/2023

Mercados financieros · Banco Central Europeo: querer y temer

Reunión del 4 de mayo de 2023: qué esperamos

- La economía de la eurozona sigue ejerciendo una presión de fondo para que el BCE continúe subiendo tipos: los últimos datos muestran una mayor inercia de la inflación subyacente y una actividad económica que se enfría menos de lo esperado.
- Por otro lado, el BCE debe tener en cuenta que el endurecimiento monetario realizado hasta la fecha ha sido notable (los tipos oficiales son hoy +350 p. b. superiores a los de hace un año). Pero, dado que sus efectos tardan en filtrarse al conjunto de la economía, es difícil calibrar en tiempo real hasta qué punto estos incrementos de tipos son ya suficientes, o no, para atajar la inflación.
- A esta incertidumbre, inherente al ejercicio de la política monetaria, se le suma la generada por las turbulencias financieras de marzo (con la caída de SVB y la absorción de Credit Suisse por parte de UBS), un aviso de que el endurecimiento de la política monetaria tiene efectos reales y que puede destapar bolsas financieras de fragilidad.
- Con todos estos ingredientes, pensamos que el BCE optará por un incremento de tipos de 25 p. b. en la reunión de la semana que viene: reducir el ritmo de incrementos de 50 p. b. a 25 p. b.[1] es un compromiso entre la mencionada presión de fondo y la necesidad de cautela ante un entorno especialmente incierto.
- En otras palabras: la visión central del BCE es que la economía europea necesita tipos más altos, pero esta visión central está rodeada de una incertidumbre suficientemente elevada como para moverse con prudencia, es decir, seguir subiendo, pero a menor ritmo y mantener una estrategia flexible de cara a los siguientes meses (basando los siguientes movimientos en la evolución de los datos económicos y financieros).
- Sin embargo, no todos los miembros del BCE ven de la misma manera este compromiso entre visión central e incertidumbre. De hecho, algunos gobernadores han seguido lanzando mensajes *hawkish* y no puede descartarse que el BCE termine incrementando los tipos en 50 p. b. en mayo.
- Por último, el BCE también debe decidir como continuará la reducción de la cartera del APP a partir de julio,[2] y podría optar por una estrategia más agresiva en la segunda mitad del año si los datos de actividad e inflación siguen sorprendiendo al alza (p. ej., dejando de reinvertir la totalidad de los vencimientos).

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación cambia de composición**. Tanto por efectos base como por la distensión de los precios energéticos que viene consolidándose en los últimos meses, la presión alcista de la energía está desvaneciéndose y, en marzo, la inflación general de la eurozona cayó con fuerza hasta el 6,9% (–1,6 p. p.), con la primera contribución negativa de los precios energéticos desde 2021. En cambio, la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) aceleró hasta el 5,7% (+0,1 p. p.) y da señales de mayor persistencia de lo esperado. Por otro lado, aunque en las etapas iniciales de formación de precios ya hay señales visibles de desinflación (cuellos de botella normalizados, menores presiones en los precios internacionales de los alimentos, desaceleración generalizada de los precios de producción y moderación en los precios que, según las encuestas, esperan fijar las empresas), estas son todavía demasiado débiles en los precios finales.
- **La actividad resiste mejor de lo esperado**. A la espera de la publicación del PIB del 1T 2023 este viernes 28 de abril, todo apunta a que la eurozona habrá conseguido crecer (aunque modestamente) en el primer tramo del año. Las encuestas empresariales se han mantenido sostenidamente en zona expansiva en lo

[1] En las últimas tres reuniones (diciembre 2022 y febrero y marzo 2023) el BCE ha subido tipos a un ritmo de 50 p. b. por reunión, y en las dos anteriores venía de un ritmo de 75 p. b. (septiembre y noviembre 2022).

[2] Desde marzo, y al menos hasta junio, el BCE ya deja de reinvertir 15.000 millones mensuales de los activos adquiridos bajo el APP que van venciendo, una cifra que irá revisando regularmente.

que va de año (PMI compuesto en los 52 puntos en el promedio del 1T y 54,4 en abril), empujadas por los servicios (el PMI de manufacturas sigue en zona contractiva), mientras que la tasa de paro continúa en un mínimo del 6,6% en un contexto de crecimiento de la participación laboral (la tasa de empleo alcanzó un máximo del 75% en el 4T 2022).

- **Los mercados financieros han recuperado una cierta calma después de las turbulencias vividas en marzo a raíz de la caída de SVB**. Los principales índices bursátiles han vuelto niveles pre-SVB, mientras que las primas de riesgo soberanas de la eurozona siguen estables y en niveles contenidos. Por su parte, las expectativas de tipos monetarios todavía se resienten del episodio (ahora cotizan un tipo *depo* del 3,75% a finales de 2023, frente al 4,25% que ponían en precio a principios de marzo), y ello se refleja en unos niveles de tipos de interés soberanos más bajos. Las tensiones aún persisten en segmentos de mercado más concretos, como la renta fija corporativa de mayor riesgo.

Los mensajes del BCE

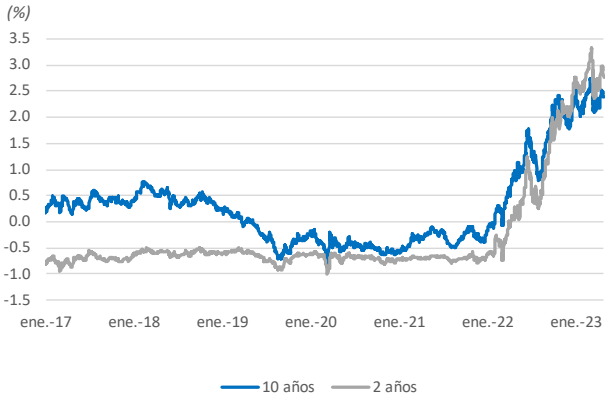
- Las declaraciones de los distintos miembros del BCE muestran consenso en seguir subiendo tipos, pero hay discrepancias sobre a qué velocidad y hasta qué niveles. Estas diferencias reflejan visiones y preferencias distintas sobre los riesgos de nuevas turbulencias financieras, el temor a que la inflación se enquiste y las estimaciones sobre los rezagos con los que se transmite la política monetaria al conjunto de la economía.
- Así, algunos miembros quieren mantener un ritmo de subidas de tipos relativamente agresivo (p. ej., el belga Wunsch dijo recientemente que no le sorprendería llegar hasta el 4%), mientras que otros, como el francés Villeroy de Galhau, consideran que el BCE ya ha hecho la mayor parte del camino y los incrementos que faltan son limitados y contenidos.
- Del mismo modo, Isabel Schnabel recientemente advirtió que no hay que descartar un incremento de 50 p. b. en mayo, mientras que Philip Lane ha mantenido un tono más aséptico, recalcando que subirán tipos en mayo pero que hay que ir tomando decisiones "reunión a reunión" (es decir, sin comprometerse con una senda futura de tipos) y dando un mensaje relativamente positivo para la inflación.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Desde CaixaBank Research, prevemos que 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 meses, deberían representar el nivel final de este ciclo de subidas. Con todo, la inercia de la inflación subyacente y las declaraciones del propio BCE nos sugieren la intención de mantener la política monetaria en estos niveles restrictivos durante un periodo de tiempo significativo.
- 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 está haciendo 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.

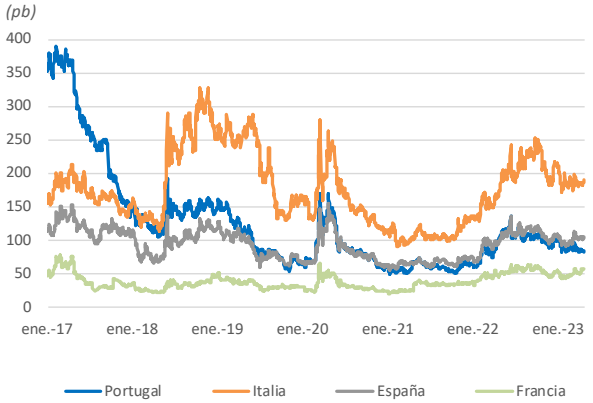
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



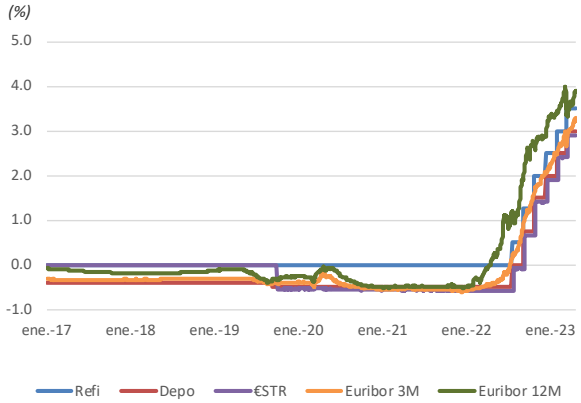
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



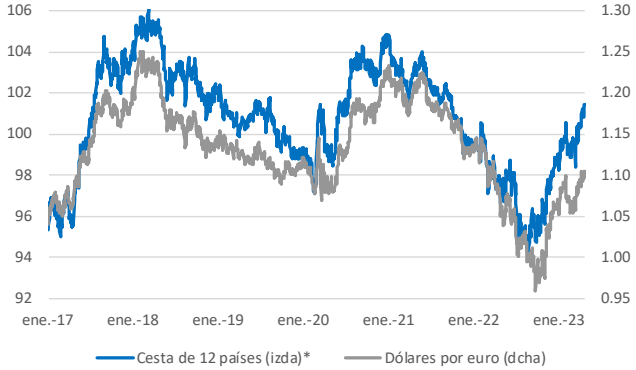
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



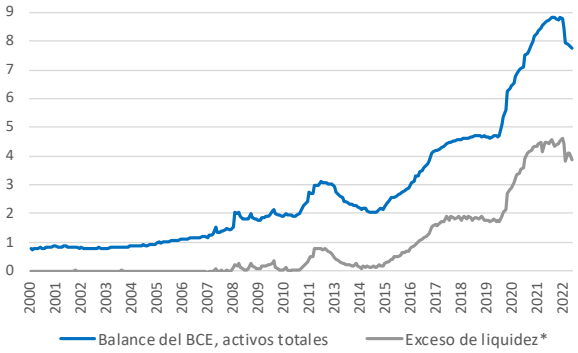
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



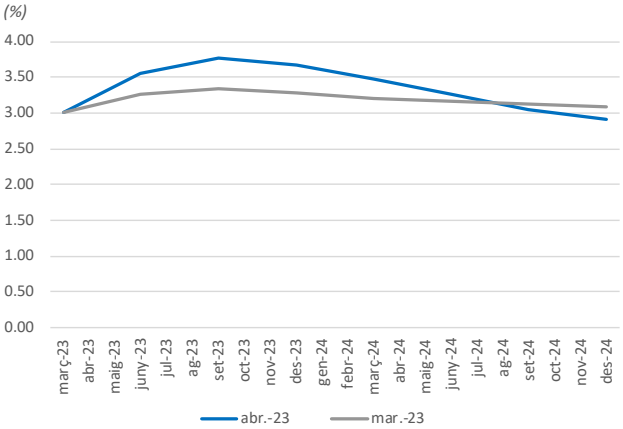
*Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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.

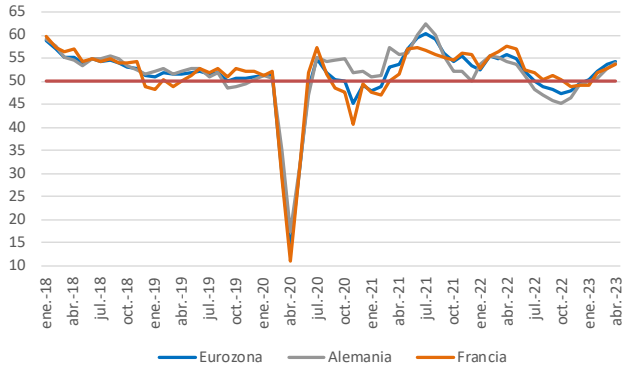
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

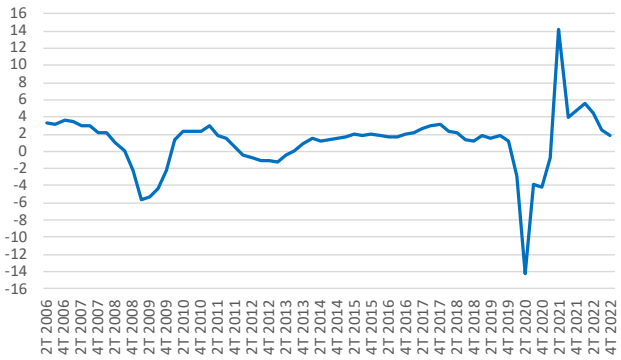
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



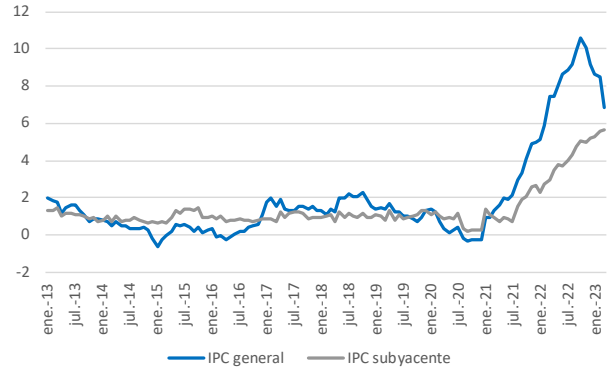
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 2023**

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

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