

Nota Breve 09/06/2023

Mercados financieros · El BCE, 25 puntos más cerca de alcanzar la cima

Reunión del 15 de junio de 2023: qué esperamos

- Desde mayo, el BCE está reorientando su estrategia, dejando atrás el endurecimiento sostenido y agresivo con el que sacó rápidamente la política monetaria del terreno acomodaticio y la llevó a una zona claramente restrictiva, y moviéndose hacia un endurecimiento más cauto y gradual.
- La reorientación responde a un equilibrio entre la presión que sigue ejerciendo la inflación y el hecho de que el endurecimiento monetario ha sido muy sustancial y, si no se le da un tiempo para que sus efectos sean visibles, el BCE corre el riesgo de pasarse de frenada.
- Por ello, esperamos que el BCE vuelva a subir tipos el 15 de junio, pero que lo haga en 25 p. b. (al igual que en mayo) y sitúe el tipo *depo* en el 3,50%. Así, los incrementos acumulados desde julio de 2022 se elevarán hasta los 400 p. b., pero el movimiento de junio supondrá un ritmo más prudente y que permitirá calibrar mejor el grado adecuado de restricción que debe tener la política monetaria.
- También es probable que, además de subir tipos, el BCE también señale que puede volver a hacerlo en julio, siguiendo la estrategia de gradualidad y cautela, y siempre condicionando las decisiones a la evolución de los datos.
- El BCE presentará, asimismo, un nuevo cuadro de previsiones macroeconómicas, en el que no esperamos cambios sustanciales respecto a sus anteriores proyecciones. Como detallamos en la siguiente sección de este Observatorio, los últimos datos son coherentes con el escenario que ya barajaba el BCE, con una desinflación a dos velocidades (rápida en la general, por el efecto base de la energía, pero claramente más lenta en los precios subyacentes) y un desempeño modesto, pero sin enfriamiento brusco, de la actividad.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **Las señales desinflationistas asoman la cabeza, pero no con suficiente ímpetu:**
 - En mayo, la inflación de la eurozona se desaceleró notablemente, al disminuir hasta el 6,1% interanual en el índice general (-0,9 p. p. respecto a abril) y con un descenso generalizado en todos los componentes. Mientras que la energía sigue siendo el principal motor de la desinflación (ahora resta a la inflación general, mientras que el pasado otoño llegó a añadir más de 4 p. p.), en mayo destacó la desaceleración de la inflación núcleo (5,3%, -0,3 p. p. respecto a abril) y, especialmente, el componente de servicios (que, a pesar del elevado 5,0%, se desaceleró por primera vez desde otoño).
 - En las etapas iniciales e intermedias de la cadena de formación de precios, las señales de desinflación son más claras y generalizadas. Así lo muestran la normalización de los cuellos de botella globales, las menores presiones en los precios internacionales de los alimentos, la desaceleración generalizada de los precios de producción y la moderación en los precios que, según las encuestas, esperan fijar las empresas.
 - Por otro lado, en el 1T 2023 el indicador de salarios negociados (datos del BCE) se situó en el 4,3% interanual y la remuneración por empleado (datos de contabilidad nacional) en el 5,2%, en línea con lo que apuntaban las renegociaciones colectivas de salarios realizadas a lo largo de 2022.
- **La actividad económica manda señales mixtas.** Según los últimos datos de PIB, la eurozona habría entrado en recesión técnica a principios de 2023, al encadenar dos trimestres con el PIB a la baja (-0,1% intertrimestral tanto en el 4T 2022 como en el 1T 2023). Sin embargo, este dato agregado enmascara una realidad heterogénea:
 - El PIB del conjunto de la eurozona se ha visto arrastrado por una cierta debilidad del consumo de las familias y la inversión empresarial (con retrocesos acumulados del 1,3% y 2,9%, respectivamente, desde el 3T 2022). Sin embargo, la cifra de PIB de la eurozona debe mucho al desempeño negativo del PIB en Alemania (-0,5% en el 4T 2022 y -0,3% en el 1T 2023) y a la volatilidad de Irlanda (-4,6% en el 1T 2023, con un desplome del 12,7% en la inversión). También Países Bajos sufrió una

contracción del 0,7% intertrimestral. En cambio, el resto de grandes economías han presentado buenos datos de PIB (España +0,5%, Francia +0,2% e Italia +0,6%).

- El mercado laboral mantiene un desempeño en general positivo, con un desempleo en mínimos (6,5% en abril para el conjunto de la eurozona) y un crecimiento sostenido del empleo, con tasas de actividad en máximos (casi en el 80% para la población entre 20 y 64 años). Con todo, las horas trabajadas ofrecen una nota algo menos positiva, con una recuperación pospandémica menos intensa que la del empleo.
- En adelante, los indicadores de actividad más avanzados apuntan a un crecimiento más moderado, lastrado por el endurecimiento de las condiciones financieras y por la divergencia entre la industria y los servicios. Así, el PMI compuesto de la eurozona se situó levemente por debajo de los 53 puntos en mayo, con una actividad claramente en expansión en el sector servicios (55 puntos) y una debilidad creciente en las manufacturas (PMI sectorial por debajo de los 45 puntos).
- **Los mercados financieros se han mostrado algo erráticos y las condiciones financieras dan señales de endurecimiento:**
 - En mayo, el sentimiento inversor estuvo muy condicionado por la incertidumbre alrededor del techo de deuda en EE. UU., lo que junto a las subidas de tipos de los bancos centrales llevó a incrementos en los tramos cortos de las curvas soberanas (especialmente intensos en EE. UU.) y a una mayor inversión de estas. Asimismo, el euro se depreció frente al dólar (de los 1,10 dólares a principios de mayo hasta alrededor del 1,07) y la bolsa europea se ha mantenido prácticamente plana en el periodo, producto de un tono dispar entre los principales parques de la eurozona.
 - Por su parte, indicadores como la Encuesta sobre préstamos bancarios (elaborada por el BCE) muestran que las subidas de tipos están endureciendo las condiciones crediticias, con un tensionamiento de los estándares, una menor demanda de préstamos y un menor dinamismo del crédito en su conjunto.¹
 - Los mercados monetarios cotizan dos nuevos incrementos de 25 p. b. por parte del BCE, uno en junio y otro en julio, con un *depo* que alcanzaría un pico del 3,75% el mes que viene, y no prevén que el BCE empiece a normalizar los tipos hacia niveles más neutrales hasta principios de 2024.

Los mensajes del BCE

- Desde su última reunión, las declaraciones de los distintos miembros del BCE han sido poco divergentes y han destilado un mayor consenso de lo habitual.
- En concreto, las declaraciones han sugerido consenso en dos dimensiones. Por un lado, la intención de subir tipos en 25 p. b. tanto en junio como julio, y, por el otro, la visión de que, más allá de julio, es preferible mantener los tipos en terreno restrictivo por un buen tiempo en vez de seguir subiendo agresivamente.

Perspectivas del BCE a medio plazo

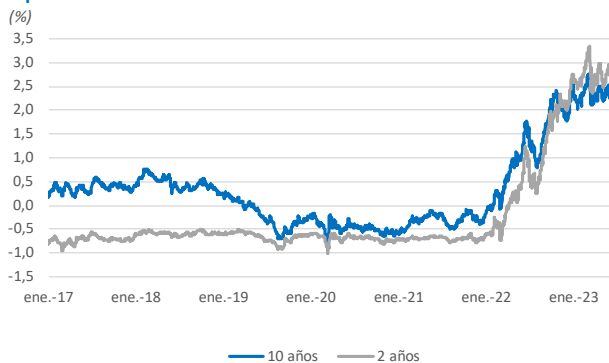
- Desde CaixaBank Research, prevemos que el BCE continuará subiendo tipos en las dos próximas reuniones, hasta situar el tipo *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25% en julio. Estas cotas, claramente restrictivas, deberían representar el nivel final de este ciclo de subidas. Con todo, la inercia de 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 sigue presente en los mercados de deuda soberana mediante las reinversiones de activos. Aunque ya ha puesto fin a las reinversiones del APP,² las reinversiones del PEPP deberían continuar hasta 2024.
- Respecto al TPI, ejerce una influencia positiva sobre los mercados financieros a través del propio efecto comunicativo y, si no se producen nuevos *shocks* adversos, el BCE no tendría por qué activarlo.

¹ Para más detalles, véase el Focus «[¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación](#)» en www.caixabankresearch.com.

² Entre marzo y junio de 2023, el BCE ha reducido las reinversiones del APP a cerca del 50%, y a partir de julio dejará definitivamente de reinvertir estos vencimientos.

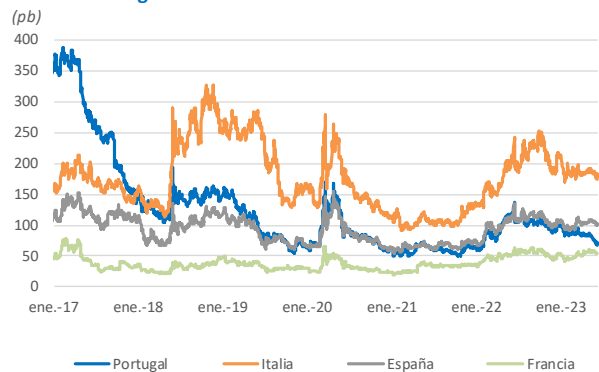
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



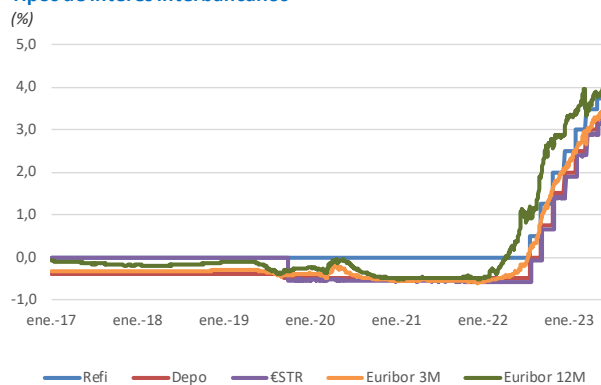
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



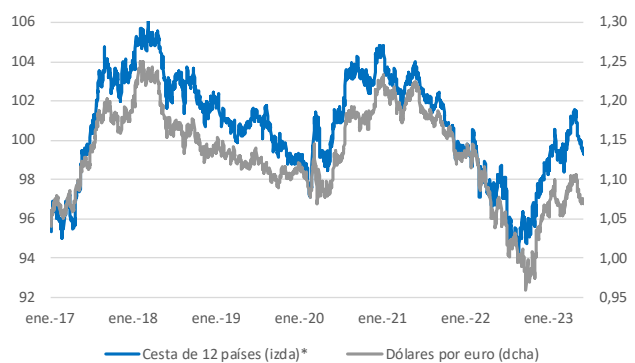
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



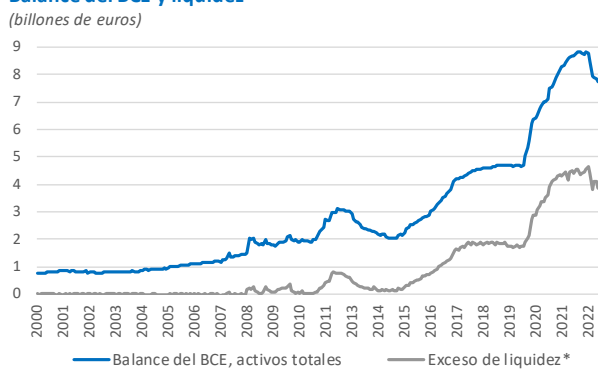
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

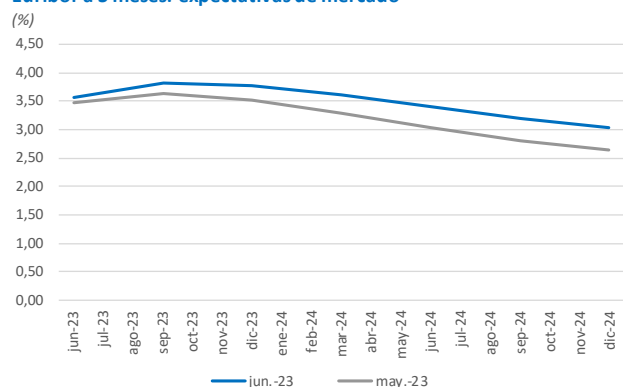
Balance del BCE y liquidez



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*

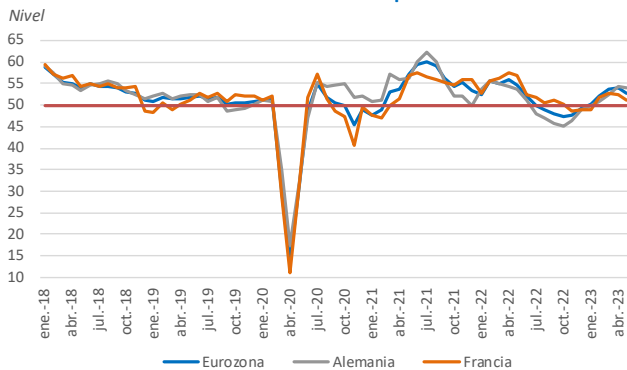


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

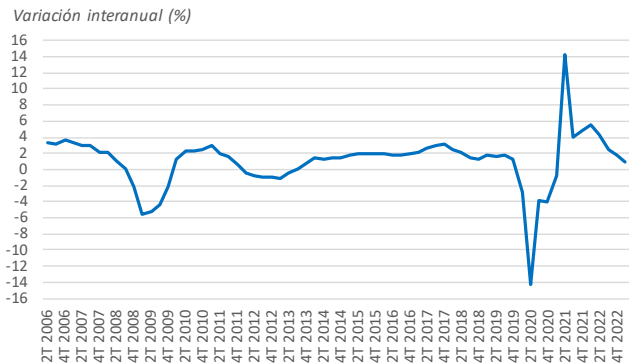
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



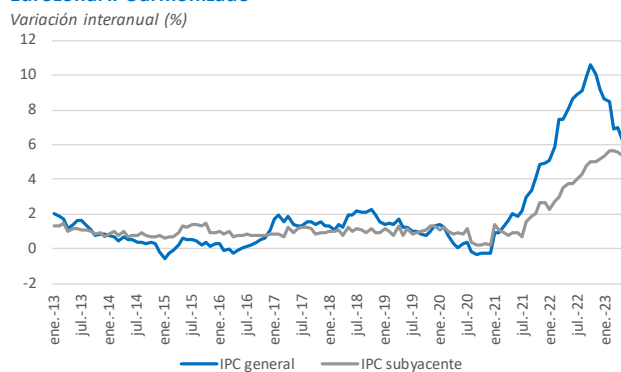
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 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.