Nota Breve 20/07/2023

Mercados financieros · ¿Cuánto más necesita el BCE?

Reunión del 27 de julio de 2023: qué esperamos

- Con toda probabilidad, el BCE aumentará la semana que viene los tipos oficiales en 25 p. b. y situará el *depo* y el *refi* en el 3,75% y 4,25%, respectivamente.
- Como ya viene siendo habitual en las últimas reuniones, más allá del anuncio de la propia subida de tipos (plenamente descontada por analistas e inversores), la atención se centrará en las pistas que el BCE quiera dar sobre sus próximos movimientos: en concreto, el pico al que quiere llevar los tipos y el tiempo que pueden permanecer en esos niveles restrictivos.
- La visión del consenso de analistas y los mercados financieros, según lo cotizado en los implícitos monetarios, es que el BCE incrementará los tipos otra vez más (*depo* al 4,00% y *refi* al 4,50%) y los mantendrá en ese nivel hasta bien entrado 2024. Y es que, aunque la actividad de la eurozona da signos de enfriamiento y las señales desinflacionistas se generalizan, el BCE todavía ve con preocupación la persistencia de la inflación en cotas demasiado elevadas.
- En este sentido, pensamos que el BCE dará señales de querer volver a subir tipos en otoño, aunque sin ser muy explícito. Por un lado, esta comunicación reforzaría la expectativa de que las condiciones financieras van a mantenerse restrictivas por un buen tiempo. Y, por el otro, le daría al BCE flexibilidad ante un otoño en el que se prevé que la actividad económica siga perdiendo empuje.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La desinflación se confirma, pero demasiado lentamente para el BCE**:
  - Tanto la inflación general como la núcleo (que excluye energía y alimentos) se situaron en el 5,5% interanual en junio (–5,1 p. p. y –0,2 p. p. por debajo del máximo alcanzado). El fuerte descenso de la general se explica por los precios energéticos, mientras que, entre el resto de grandes componentes del IPC, todos han dado indicios de moderación, aunque todavía están en altos niveles de inflación.[1]
  - Medidas alternativas, como el llamado *momentum*,[2] sitúan la inflación general y núcleo en cotas del 2,6% y 4,4%, respectivamente, mientras que también se observa una desaceleración gradual en todos los principales indicadores de presiones de precios subyacentes (PCCI 3,1%, supernúcleo 5,7% y *trimmed mean* 6,0% en junio, –2,1 p. p., –0,6 p. p. y –2,0 p. p. por debajo del pico alcanzado).
  - En las etapas intermedias de la formación de precios hay un descenso generalizado de la inflación entre los precios de producción, los precios de alimentos a pie de granja y las intenciones de fijación de precios de las empresas. Asimismo, los datos salariales más avanzados muestran un crecimiento estable en los últimos meses (por ejemplo, el indicador de Indeed.com se emplazó en el 4,7% en junio, manteniendo crecimientos cercanos pero inferiores al 5,0% desde otoño de 2022).
- **La actividad económica se enfría**. A la espera del PIB del 2T, que se publica el 31 de julio, el conjunto de indicadores apunta a un desempeño modesto de una economía europea que, además, en los próximos trimestres notará más el endurecimiento de las condiciones financieras:
  - Las encuestas PMI han ido de más a menos a lo largo del 2T 2023, con un índice compuesto que ha pasado de 54,1 puntos en abril (una zona cómodamente expansiva) a los 49,9 en junio (en zona marginalmente contractiva). Además, la desaceleración ha sido generalizada por países y sectores, con un PMI manufacturero en los 43,4 puntos en junio (claramente en contracción) y un PMI de servicios que bajó hasta los 52 puntos (*vs.* 56,2 en abril).
  - La debilidad también se manifiesta en indicadores *hard*, como la producción industrial (–2,2% interanual en mayo) y las ventas minoristas (–2,9% interanual en mayo).

[1] Una excepción es la aceleración de los servicios en junio (del 5,0% al 5,4%). Sin embargo, este dato está afectado transitoriamente por la retirada de unas subvenciones a los precios del transporte en Alemania.
[2] El *momentum* se define como la variación intertrimestral anualizada del IPC (ajustado por efectos estacionales). Véase el discurso «Underlying inflation» de Philip Lane, economista jefe del BCE, del 6 de marzo de 2023.

- El mercado laboral destaca en positivo, con una tasa de paro en el 6,5% en mayo (mínimo histórico de la eurozona) y una tasa de empleo de la población entre 20 y 64 años superior al 75% en el 1T 2023 (máximo histórico).

- **Los mercados mantienen una buena digestión del endurecimiento de las condiciones financieras**:
  - Desde la última reunión del BCE, los mercados han conseguido mantener un tono positivo pese a sufrir movimientos de ida y vuelta. En junio, las señales de más endurecimiento monetario se saldaron con descensos en bolsa y aumentos de los tipos de interés y las primas de riesgo, movimientos que se han revertido parcialmente a lo largo de julio. Por su parte, en el mercado de divisas el euro viene mostrando algo más de fortaleza, mientras que el tono ha sido más mixto entre las materias primas, con precios del gas a la baja, un petróleo moderadamente al alza, y repuntes en los precios internacionales de los alimentos tras la extinción del acuerdo del mar Negro para la exportación de grano desde Ucrania.
  - Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas han aumentado de la mano de las subidas de tipos del BCE: en el promedio de la eurozona, el tipo de interés para la compra de vivienda ha subido hasta el 3,6% en mayo, mientras que el tipo medio de los préstamos empresariales se sitúa en el 4,6% (+2 p. p. y +3 p. p. respecto a hace un año). Por otro lado, la Encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2023 (elaborada por el BCE) muestra que las subidas de tipos han endurecido las condiciones crediticias, con un tensionamiento de los estándares, una menor demanda de préstamos y un menor dinamismo del crédito en su conjunto. La próxima actualización de esta encuesta, que se publicará el 25 de julio, permitirá saber en qué medida el tensionamiento se ha intensificado en el 2T 2023.
  - Los mercados monetarios cotizan dos nuevos incrementos de 25 p. b. por parte del BCE, uno en julio y otro en otoño, con un *depo* que alcanzaría un pico del 4,00%, y no prevén que el BCE empiece a normalizar los tipos hacia niveles neutrales antes del verano de 2024.

Los mensajes del BCE

- Desde su conferencia anual de Sintra, distintos miembros del BCE lanzaron mensajes *hawkish*, con la presidenta Lagarde reiterando que la inflación tiene visos de permanecer demasiado alta durante demasiado tiempo y distintos gobernadores de bancos centrales nacionales apuntando a subidas de tipos más allá de este julio.
- Sin embargo, más recientemente han aparecido algunos mensajes ligeramente *dovish*. Por ejemplo, a principios de julio, el gobernador de Banque de France, François Villeroy de Galhau, señaló que los tipos del BCE ya están cerca del máximo al que deberían llevarlos. Asimismo, Klaas Knot, gobernador del Nederlandsche Bank y considerado «halcón», rebajó las expectativas de subidas más allá de julio cuando apuntó que estas son «una posibilidad pero en ningún caso una certeza».
- En cualquier caso, las declaraciones de «halcones» y «palomas» del BCE han mostrado un fuerte consenso en el deseo de mantener una política restrictiva durante un buen tiempo.

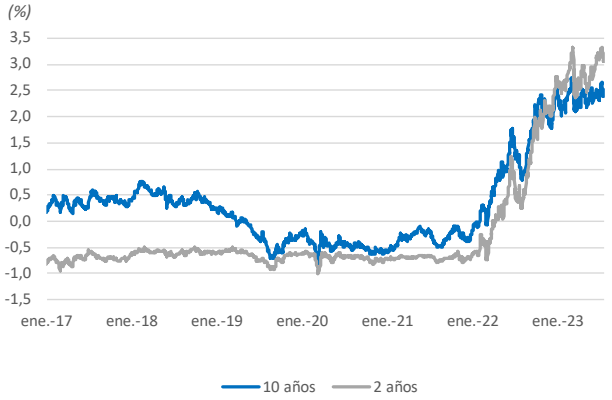
Perspectivas del BCE a medio plazo

- Más allá de si el BCE deja el *depo* y el *refi* en el 3,75% y 4,25% o los sube un poco más, nuestra visión es que se ha alcanzado virtualmente la cima del endurecimiento monetario en términos del «nivel» de los tipos oficiales. A partir de ahí, la nueva estrategia pasa por mantener estos niveles restrictivos por un buen tiempo, y nuestra previsión es que el BCE no empezará a valorar un primer recorte de los tipos antes del verano de 2024.
- En cuanto a los programas de compras, el BCE ha puesto fin a las reinversiones del APP,[3] pero las reinversiones del PEPP continuarán 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.

[3] Entre marzo y junio de 2023, el BCE redujo las reinversiones del APP a cerca del 50%, y a partir de julio dejó definitivamente de reinvertir estos vencimientos.

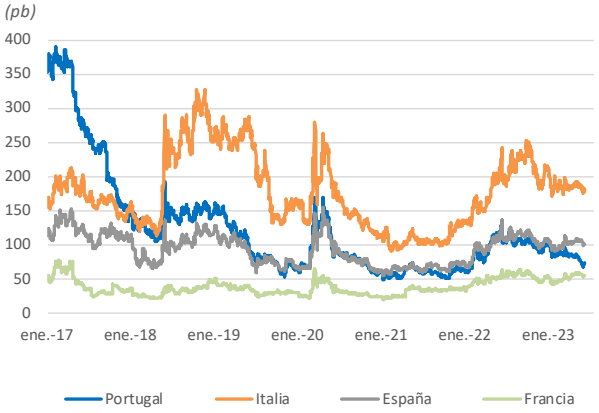
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



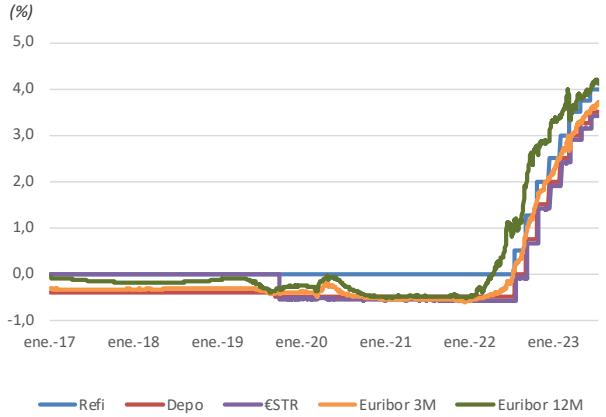
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



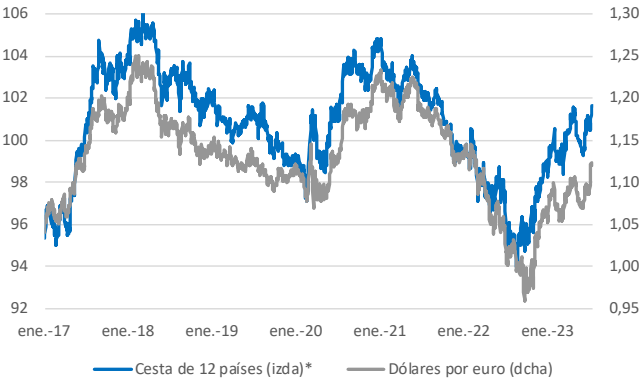
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

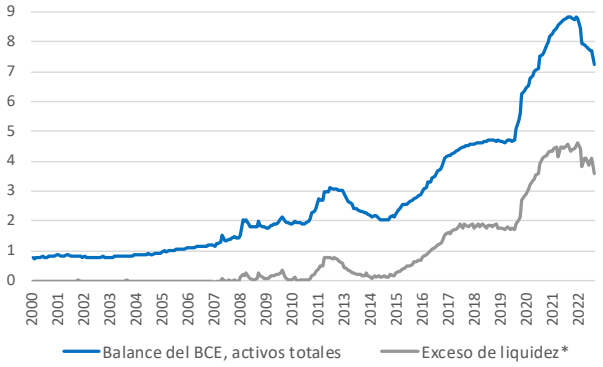
Tipos de cambio para la eurozona



*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

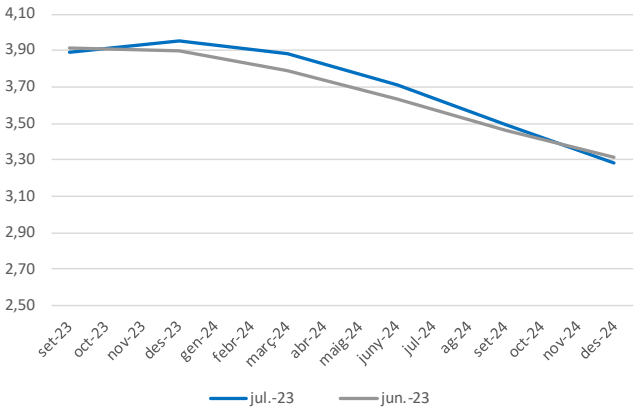
(billones de euros)



*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*

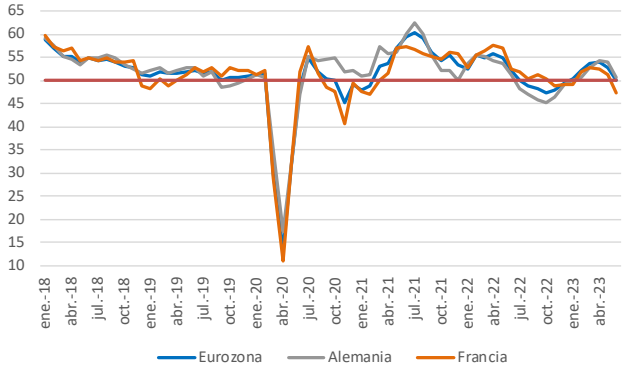
(%)



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

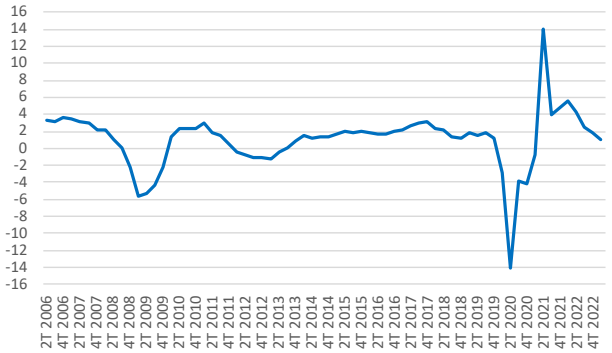
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



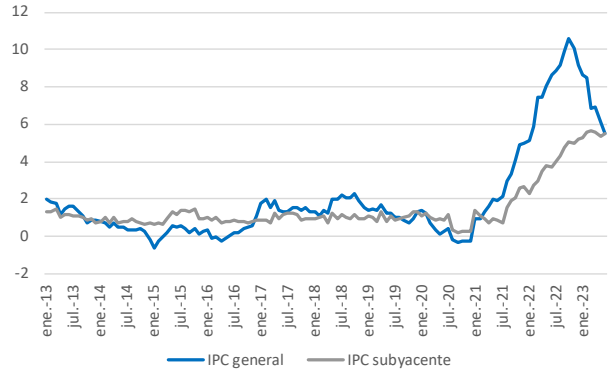
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



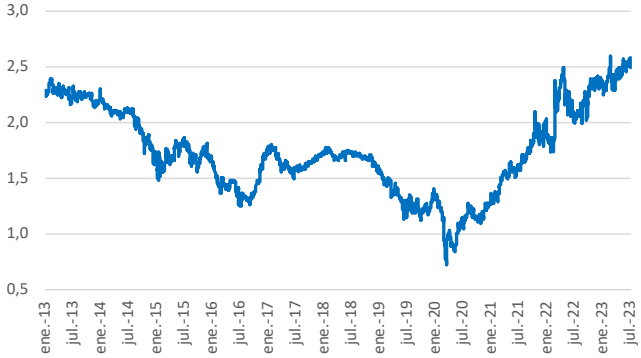
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

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 **junio de 2023**

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

Notas: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (marzo de 2023).

***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.