

Nota Breve 08/09/2023

## Mercados financieros · BCE: ¿esprint final o pausa de hidratación?

### Reunión del 14 de septiembre de 2023: qué esperamos

- El BCE encara la reunión de septiembre con la puerta abierta a no tocar sus tipos de interés por primera vez tras más de un año de subidas sostenidas (+425 p. b. desde julio de 2022).
- Esto no significa que el endurecimiento monetario haya terminado. Los mercados financieros asignan una probabilidad del 35% a que el BCE suba tipos en septiembre, pero la probabilidad de que lo haga antes de terminar el año es del 70%. De hecho, nuestra visión desde CaixaBank Research es que al BCE todavía le queda un incremento más para llevar los tipos a un pico del 4,00% (*depo*) y 4,50% (*refi*).
- Esta visión recoge la preocupación, enfatizada por el propio BCE, por una inflación demasiado alta durante demasiado tiempo: a pesar de haberse corregido significativamente en lo que va de año, tanto la inflación general como la núcleo todavía superan el 5%, y pensamos que su reducción (y consolidación) hasta el objetivo del 2% se medirá más en años o trimestres que en meses.
- Con todo, la debilidad mostrada por los últimos indicadores de actividad puede llevar al BCE a tomarse una pausa en septiembre y esperar a tener más visibilidad. El BCE viene recalcando que sus decisiones dependen de la evolución de los datos, y en los próximos meses se verá más claro en qué medida la debilidad impregna a la actividad económica de la eurozona.
- No solo eso, sino que los datos de inflación conocidos a lo largo del verano son de difícil lectura porque están distorsionados por efectos base. La desaparición de estas distorsiones a partir de otoño también dará más visibilidad sobre la velocidad real a la que se están moderando las presiones de precios.
- Asimismo, una pausa en septiembre también puede ser útil para el BCE desde un punto de vista estratégico, para gestionar las expectativas y que estas ayuden a mantener el entorno monetario restrictivo que desea el BCE:
  - En cuanto los inversores consideren que los tipos del BCE han tocado techo y centren su atención en anticipar el primer recorte de tipos de interés, el anclaje de las condiciones monetarias en terreno restrictivo se vuelve más difícil para el BCE y existe el riesgo de que, con la vista puesta en las bajadas de tipos, el entorno financiero se relaje más de lo deseado por la política monetaria.
  - Para evitar esta distensión, puede que el BCE tenga que recordar a los inversores la intención de mantener una política restrictiva, y una manera de hacerlo es abrir la puerta a más subidas de tipos.
- Por último, en septiembre, el BCE también actualizará su cuadro de previsiones económicas para la eurozona. Mientras que los datos de inflación han salido razonablemente en línea con las proyecciones presentadas en junio,<sup>1</sup> los indicadores de actividad han sido algo más débiles y creemos que el BCE podría rebajar sus previsiones de PIB (actualmente estima un crecimiento del 0,9% en 2023 y del 1,5% en 2024, frente al 0,6% y el 0,9% del consenso de analistas).

### Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación siguió bajando en verano, pero más lentamente:**
  - Tanto la inflación general como la núcleo (que excluye energía y alimentos) se situaron en el 5,3% interanual en agosto (-5,3 p. p. y -0,4 p. p. menos que el máximo alcanzado, pero prácticamente estancadas respecto a los datos previos a las vacaciones). Con todo, la mayoría de los componentes se han desacelerado, y la resistencia de la inflación general y núcleo en verano refleja, sobre todo, efectos base relacionados con los servicios<sup>2</sup> y algo más de volatilidad en los precios energéticos.

<sup>1</sup> Aun así, cambios en la senda de tipos de interés y de precios energéticos (que el BCE usa como *input* y extrae directamente de las expectativas de los mercados financieros) podrían traducirse en ajustes en las proyecciones de inflación. Hay que recordar que, respecto a las proyecciones de junio, las expectativas de tipos ahora son algo más restrictivas y el precio del petróleo ha subido sustancialmente.

<sup>2</sup> Especialmente el efecto de subvenciones al transporte aplicadas en Alemania en el verano de 2022, y que ya no están vigentes.

- Medidas alternativas, como el llamado *momentum*,<sup>3</sup> sitúan la inflación general y la núcleo en cotas del 3,0% y 3,9%, respectivamente, mientras que también se observa una desaceleración gradual en todos los principales indicadores de presiones de precios subyacentes (PCCI 2,8%, supernúcleo 5,6% y *trimmed mean* 5,5% en julio, -2,4 p. p., -0,7 p. p. y -2,5 p. p. por debajo del pico alcanzado).<sup>4</sup>
- 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 de más alta frecuencia muestran un crecimiento estable en los últimos meses (por ejemplo, el indicador de Indeed.com avanzó un 4,4% interanual en julio, manteniendo tasas cercanas pero inferiores al 5,0% desde otoño de 2022).
- **La actividad económica se enfría.** El PIB de la eurozona avanzó en el 1S 2023 (+0,1% intertrimestral en el 1T y 2T), pero el conjunto de indicadores apunta a un debilitamiento de la economía europea:
  - Los detalles detrás del dato agregado del PIB son poco positivos y muestran cómo buena parte del avance se debe a la volatilidad estadística de Irlanda y a aportaciones extraordinarias (y puntuales) de la demanda externa en el PIB de Francia.
  - Las encuestas PMI se han debilitado intensa y generalizadamente a lo largo del verano, hasta el punto de que en agosto se situaron en zona contractiva en las cuatro grandes economías de la eurozona, tanto para el sector manufacturero como para el de servicios.
  - La nota positiva es que el mercado laboral mantiene una tasa de paro en mínimos (6,4% en julio).
- **Las condiciones financieras continúan endureciéndose:**
  - Desde la última reunión del BCE (finales de julio), los mercados financieros han exhibido un tono errático, con las bolsas a la baja, tipos de interés al alza, debilidad del euro y un aumento de la volatilidad entre las materias primas, con un significativo encarecimiento del petróleo.
  - Además, los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas aumentan: en el promedio de la eurozona, el tipo de interés sobre los préstamos a hogares ha subido hasta el 3,8% en julio, mientras que el tipo medio de los préstamos empresariales se sitúa en el 4,9% (+2 p. p. y +3 p. p. respecto a hace un año). Por otro lado, la Encuesta sobre préstamos bancarios (elaborada por el BCE) muestra un tensionamiento de los estándares de crédito y una menor demanda de préstamos.

## Los mensajes del BCE

- Desde su reunión de julio, ha habido relativamente pocas declaraciones de los miembros del BCE, y muchas de ellas se han centrado en el medio plazo y las implicaciones de un futuro con mayores *shocks* de oferta (ante los retos de la transición energética, las nuevas tecnologías y las tensiones geopolíticas).
- Los mensajes centrados en la coyuntura más inmediata han mantenido la continuidad, aunque con algo más de cautela. Así, los miembros más halcones siguieron defendiendo un incremento de tipos en septiembre, pero reconociendo el deterioro de la actividad económica y los riesgos a futuro.

## 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 (no esperamos que el BCE valore 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,<sup>5</sup> pero las reinversiones del PEPP continuarán hasta 2024. Por su parte, el 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.

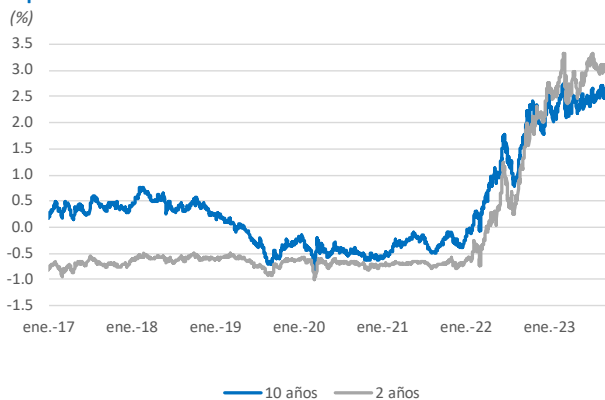
<sup>3</sup> El *momentum* se define como la variación intertrimestral anualizada del IPC (ajustado por efectos estacionales). Véase el discurso «[Underlying inflation](#)» de Philip Lane, economista jefe del BCE, del 6 de marzo de 2023.

<sup>4</sup> La PCCI recoge precios a partir de un promedio de un componente común de baja frecuencia entre los países de la eurozona, la supernúcleo solo incluye los componentes de la núcleo que son sensibles al ciclo económico y la *trimmed mean* 15% excluye el 15% de componentes más volátiles.

<sup>5</sup> 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.

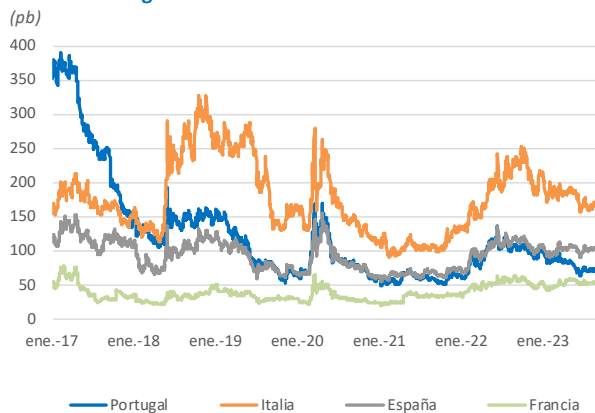
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



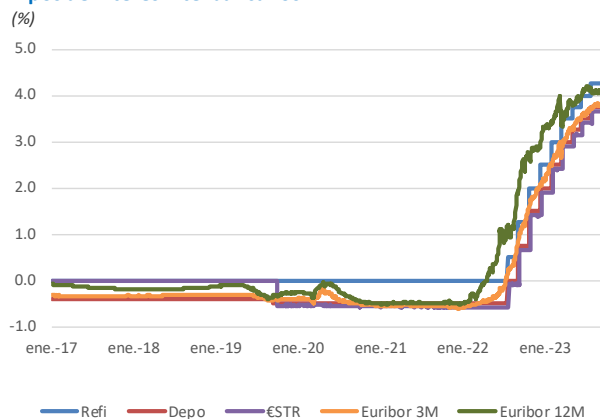
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



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

### Tipos de interés interbancarios



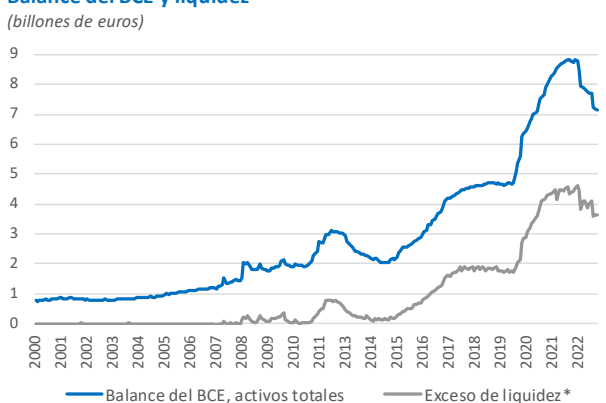
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### 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.

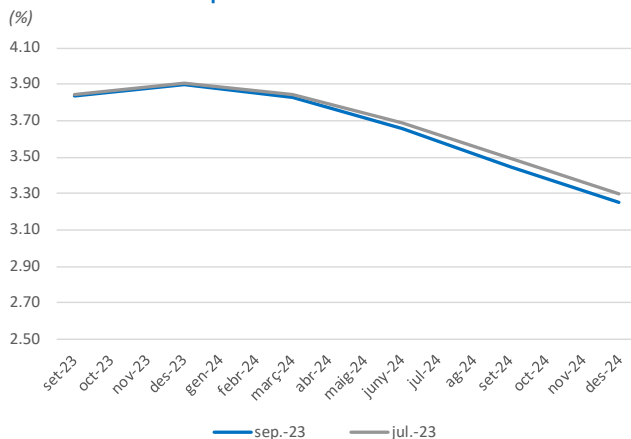
### Balace del BCE y liquidez



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\*

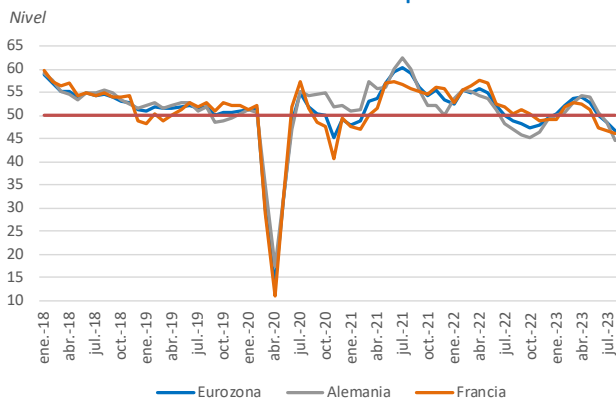


Nota: \*Futuros del euribor a 3 meses.

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

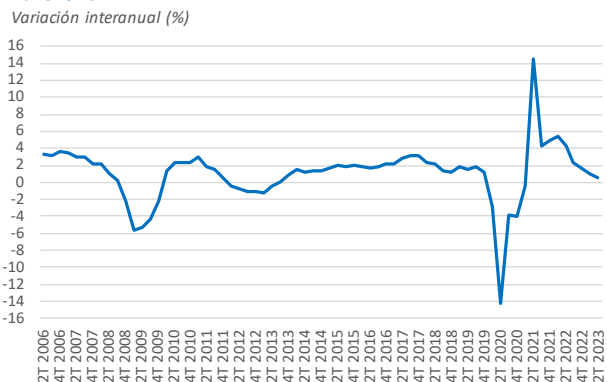
## Indicadores de condiciones económicas

### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



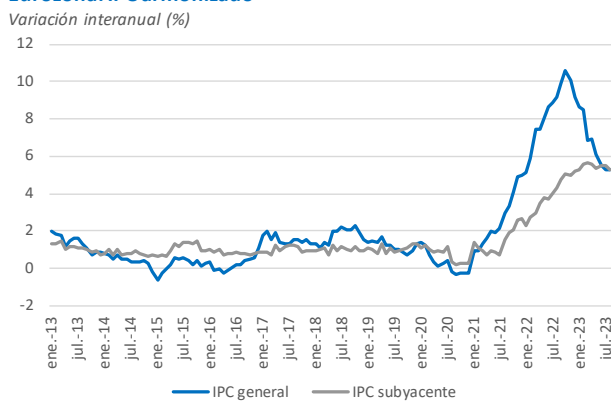
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### Eurozona: PIB



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

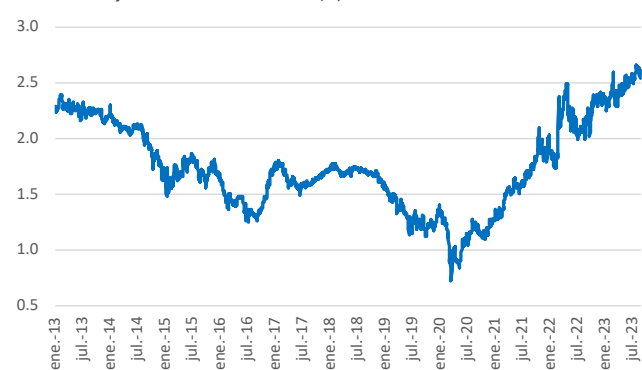
### Eurozona: IPC armonizado



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

### Expectativas de inflación de mercado para la eurozona

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](mailto: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.