Nota Breve 20/10/2023

Mercados financieros · BCE: primera reunión en la cima

Reunión del 26 de octubre de 2023: qué esperamos

- La próxima reunión servirá para confirmar que los tipos del BCE llegaron a la cima en septiembre (cuando subió el *depo* al 4,00% y el *refi* al 4,50%).
- Tanto desde CaixaBank Research como desde el consenso de analistas y los mercados financieros se espera que el BCE no toque los tipos de interés el día 26, sino que los deje en sus niveles actuales y reitere la voluntad de mantenerlos en esas cotas restrictivas durante un buen tiempo (nosotros no prevemos recortes hasta septiembre de 2024, y las expectativas implícitas en los mercados financieros sitúan la primera bajada entre junio y julio de 2024).
- Mientras que, por un lado, se acumulan señales de buena transmisión de la política monetaria, la actividad económica de la eurozona se mantiene débil y las presiones de precios van aflojando, por el otro, los niveles de inflación todavía son demasiado altos y, en un contexto de robustez del mercado laboral, el BCE teme tardar demasiado tiempo en alcanzar el objetivo del 2%.
- Con todo, la meseta que encaran los tipos de interés no supone el fin de la discusión monetaria:
  - Con los tipos bien asentados, el debate se desplazará hacia una reducción del balance que ya está en marcha, pero que podría acelerarse en 2024 con los vencimientos del PEPP (el BCE promete mantener las reinversiones del PEPP hasta finales de 2024, pero, como ya hizo con el APP, es posible que anticipe la reducción de la cartera PEPP moviéndose hacia reinversiones parciales).
  - Otra idea que viene flotando desde hace algunos meses es la posibilidad de aumentar los requisitos de reservas del sector bancario, un movimiento que, más que en términos de política monetaria, se puede interpretar como una manera de suavizar los gastos incurridos por el BCE.[1]
- Octubre todavía es pronto para tomar decisiones en estas dimensiones, pero la discusión será informativa sobre el sentir del BCE y supondrá una primera valoración sobre el impacto de la guerra de Gaza.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación baja un nuevo escalón y va camino de doblegarse hasta el 3% en los próximos trimestres**:
  - En septiembre, la inflación de la eurozona bajó hasta el 4,3% interanual (IPCA general) y el 4,5% (IPCA núcleo), las cotas más bajas en 2 y 1 año, respectivamente, y muy por debajo de los picos alcanzados (10,6% en la general y 5,7% en la núcleo). Estas buenas cifras interanuales se ven reforzadas por la versión desestacionalizada del IPC que publica el BCE: la inflación núcleo cayó hasta el 1,8% intermensual anualizado, y su *momentum*[2] disminuyó hasta el 3,6% (en ambos casos, los registros más bajos desde 2021).
  - Distintas medidas alternativas también muestran un descenso generalizado de las presiones de precios subyacentes, todas ellas en mínimos de entre 1,5 y 2 años. En concreto, en septiembre la PCCI (que excluye energía) bajó hasta el 2,4%, mientras que la supernúcleo y la *trimmed mean* 15% se situaron en el 4,8% y 4,9%, respectivamente.[3]
  - En las etapas intermedias de la formación de precios, hay un descenso generalizado de los precios de producción en la industria, los precios de alimentos a pie de granja (con la excepción del aceite) y de las intenciones de fijación de precios por parte de las empresas, mientras que el crecimiento salarial se mantiene estable e indicadores avanzados, como el *tracker* de Indeed.com, incluso sugieren cierta desaceleración.

[1] En julio, el BCE redujo la remuneración de los requisitos de reservas al 0% (ant., al tipo *depo*), argumentándolo como una mejora de eficiencia en la implementación de la política monetaria. El exceso de reservas almacenado en la facilidad de depósitos sí se remunera al tipo *depo* (es decir, al 4,00%).
[2] El *momentum* se define como la variación anualizada del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.
[3] 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. Un estudio del BCE sitúa a la PCCI como la métrica con mejor poder predictivo del IPCA a dos años vista, además de ser una de las menos volátiles (véase *Underlying inflation measures: an analytical guide for the euro area,* en el Boletín Económico 5/2023 del BCE).

- **La actividad económica languidece, pero el mercado laboral sigue robusto**:
  - A la espera de la publicación del PIB del 3T 2023 el próximo 31 de octubre, todo apunta a que la eurozona mantuvo la atonía de los últimos trimestres (lleva desde el 4T 2022 con tasas entre el –0,1% y el +0,1% intertrimestral). Los PMI estuvieron en zona contractiva todo el 3T, tanto en la industria como en los servicios y de manera prácticamente generalizada entre países, mientras que las ventas minoristas (–2,1% interanual) y la producción industrial (–5,1%) mostraron debilidad en agosto.
  - En positivo, el mercado laboral sigue robusto, con tasas de desempleo (6,4%, dato de agosto) y empleo (74,9% en el 2T) en mínimos y máximos históricos, respectivamente.
- **El tensionamiento monetario endurece las condiciones financieras**:
  - De la mano de los incrementos de tipos del BCE, los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas han subido sostenidamente (según datos del BCE, +250 p. b. y +360 p. b., respectivamente), se ha enfriado la demanda de crédito y se han endurecido sus estándares, como muestra la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE (la del 3T 2023 se conocerá el día 24).
  - En los mercados financieros, los inversores se posicionan para un entorno de tipos de interés persistentemente altos. Desde mediados de septiembre, los tipos soberanos a 10 años de la eurozona han repuntado cerca de 20 p. b., arrastrados por EE. UU. (el *treasury* a 10 años ha subido 40 p. b.)[4] y por una ampliación de las primas de riesgo (especialmente en Italia). Asimismo, los mercados monetarios prevén que el BCE mantenga los tipos hasta verano de 2024 (*depo* en el 4,00%, *refi* en el 4,50%), y que luego los baje en 50 p. b. en el segundo semestre del año.
  - Respecto al resto de activos financieros, el euro se ha depreciado ligeramente desde la última reunión del BCE y fluctúa por debajo de los 1,06 dólares, mientras que las bolsas acumulan pérdidas algo superiores al 4% y las materias primas se han mostrado erráticas tras unos meses de encarecimiento, especialmente del petróleo. Todo ello en un contexto de incertidumbre agudizada en las últimas semanas por la guerra de Gaza, si bien los mercados han exhibido una respuesta contenida al conflicto (una contención que probablemente los inversores circunscriben a un escenario en el que la guerra no se expande regionalmente).

Los mensajes del BCE

- Las últimas declaraciones públicas han cerrado filas alrededor de la comunicación de septiembre, reforzando la idea de que el BCE ve los niveles de tipos actuales como adecuados (por ejemplo, el neerlandés Knot ve los tipos «en el nivel correcto») y los quiere mantener por un buen tiempo (como señaló el francés Villeroy de Galhau, «ahora la paciencia es más importante que el activismo»). Con todo, la presidenta Lagarde también avisó que están preparados para volver a subir tipos si lo ven necesario.
- Por otro lado, mientras algunos miembros, como Philip Lane y de Cos, enfatizan que ahora la reducción del balance tiene un papel de segundo orden o de acompañamiento, otros señalan la voluntad de empezar a discutir el fin de las reinversiones del PEPP (Wunsch, Kazaks, Simkus, Kazimir y Muller).

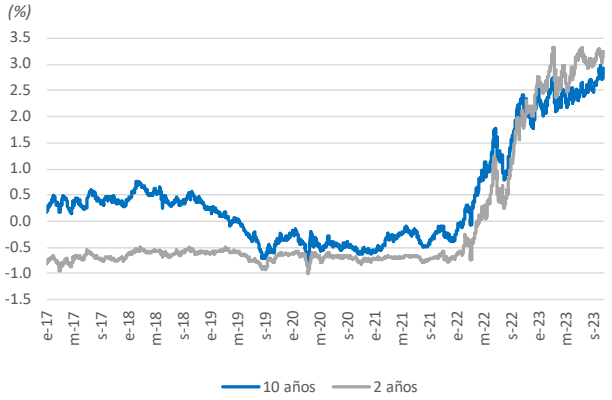
Perspectivas del BCE a medio plazo

- El BCE ha alcanzado 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 de septiembre de 2024).
- En cuanto al resto de herramientas, el BCE viene reduciendo su balance sostenidamente (–20%, o –1,7 billones, desde noviembre de 2022) tanto por la disminución de la cartera del APP como, especialmente, por las devoluciones de las TLTRO (cuyo *stock* ha bajado en 1,5 billones). Entre los programas de compras, el BCE ha puesto fin a las reinversiones del APP,[5] mientras que las del PEPP continuarán hasta finales de 2024 (aunque probablemente aplique reinversiones parciales antes). 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.

[4] El repunte estadounidense no ha ido acompañado de cambios sustanciales en las expectativas de inflación y parece responder a primas de riesgo relacionadas con múltiples fuentes de incertidumbre (incluido donde se asentarán los tipos de la Fed a largo plazo).
[5] 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.

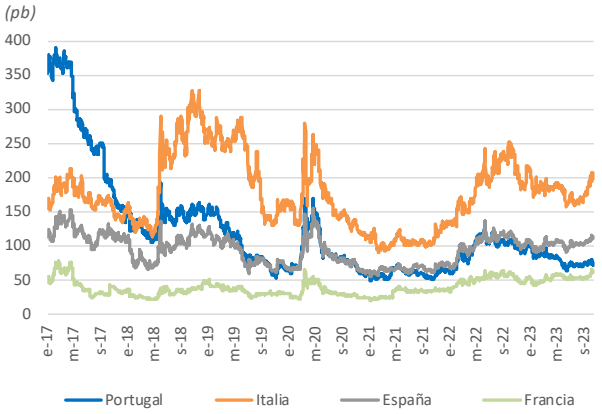
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



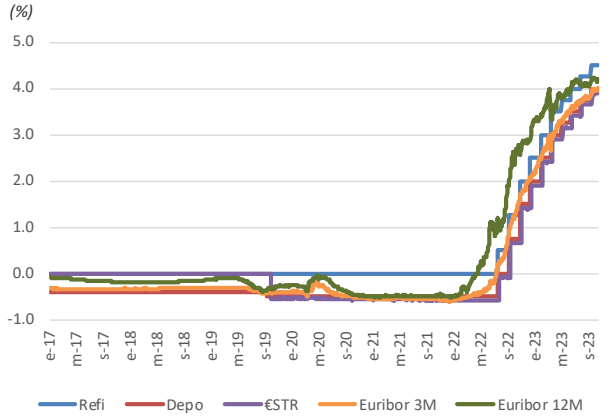
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



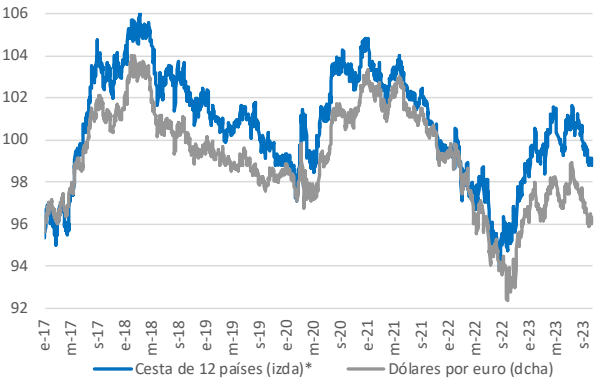
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



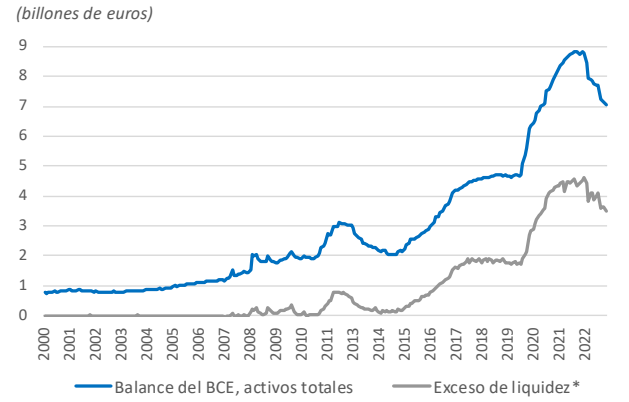
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



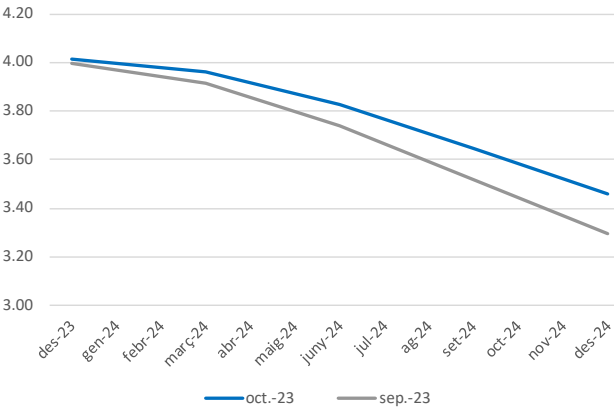
*Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Balance del BCE y liquidez



*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.

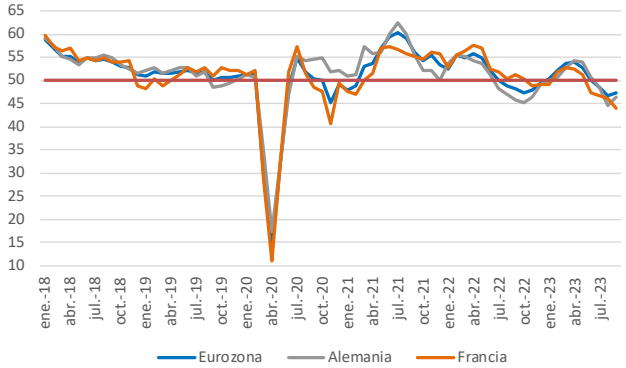
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

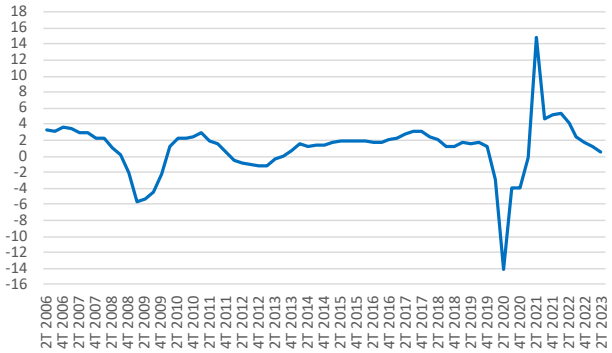
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



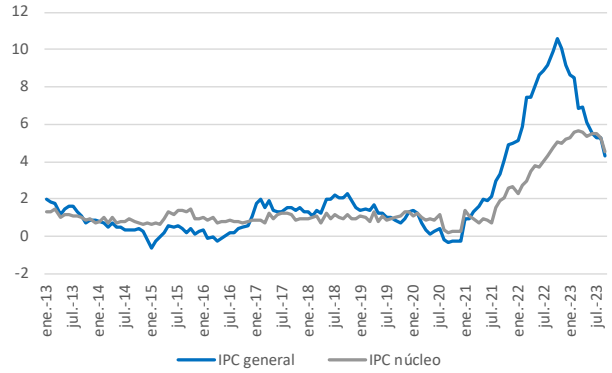
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 **septiembre de 2023**

	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB	**3,4**	**0,7** (0,9)	**1,0** (1,5)	**1,5** (1,6)
Inflación general	**8,4**	**5,6** (5,4)	**3,2** (3,0)	**2,1** (2,2)
Inflación núcleo	**3,9**	**5,1** (5,1)	**2,9** (3,0)	**2,2** (2,3)
Costes laborales unitarios	**3,2**	**5,8** (5,6)	**3,5** (3,4)	**2,4** (2,6)
Compensación por empleado	**4,3**	**5,3** (5,3)	**4,3** (4,5)	**3,8** (3,9)

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