Nota Breve 23/10/2025

Mercados financieros · La inacción del BCE, mente abierta frente a la incertidumbre

Reunión del 31 de octubre de 2025: qué esperamos

- **No prevemos cambios en la política monetaria del BCE**. La expectativa es que mantendrá el tipo *depo* en el 2,00% y seguirá sin dar pistas sobre la evolución futura de los tipos de interés, anclado en una estrategia de ir «reunión a reunión» y tomando decisiones «según la evolución de los datos».
- **Los mercados cotizan una probabilidad superior al 95% a que no haya cambios en la reunión de octubre**, y dan una probabilidad del 85% a que el *depo* siga en el 2,00% al cierre de 2025. Ello entronca con los mensajes de los propios miembros del BCE, que coinciden en remarcar que los tipos de interés están en una buena posición para gestionar un entorno incierto, en el que la inflación ha llegado al objetivo pero sigue sujeta a significativos riesgos alcistas y bajistas.[1]
- **No hay que confundir el rechazo del BCE a hablar de movimientos futuros con una senda predeterminada de tipos estables en el 2,00%**. Ante un amplio abanico de riesgos y unas perspectivas económicas inherentemente inestables, nuestra visión es que el BCE ha adoptado una estrategia de luces largas, rechazando responder a fluctuaciones de corto plazo y guardándose el margen de acción para reaccionar ante posibles cambios sustanciales del escenario.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación fluctúa alrededor del objetivo del 2%**:
  - Después de tres meses consecutivos en exactamente el 2,0%, la inflación general subió al 2,2% en septiembre por una menor caída de los precios energéticos. La núcleo subió al 2,4% (2,35%) después de cuatro meses en el 2,3% (mínimo de tres años y medio), fruto de inercias en precios de servicios administrados y cierto repunte en servicios relacionados con vacaciones y ocio. Por su parte, los indicadores alternativos reflejan unas presiones subyacentes muy cerca, aunque levemente por encima, del 2% (PCCI 2,1%, supernúcleo 2,5% y *trimmed mean* 15%, del 2,3% en septiembre).
  - Los datos salariales se enfrían: *tracker* de Indeed.com en el 2,6% en agosto, salarios negociados 4,0% en el 2T (empujados por efectos de base relacionados con el pago de bonus en Alemania; excluida Alemania, se situaría cerca del 3,0%), compensación por empleado en el 3,9% en el 2T y *tracker* del BCE con una desaceleración hasta el 1,8% en el 2T 2026 (2,4% si se excluyen pagos puntuales).
- **Una actividad resiliente, pero modesta**:
  - Los últimos indicadores apuntan a un ritmo de crecimiento modesto, con un PMI compuesto en los 51,2 puntos en septiembre (servicios 51,3, manufacturas 49,8). Tanto las ventas minoristas como la producción industrial se desaceleraron en agosto, hasta el 1,0% y 1,1% interanual, respectivamente, mientras que, en el sector exterior, el superávit comercial (bienes) extraeurozona disminuyó un 13% interanual en el acumulado de enero a agosto (con un crecimiento de las importaciones [3,7%] superior al de las exportaciones [2,6%]).
  - El mercado laboral se mantiene resiliente, con una tasa de desempleo en el 6,3% en agosto. Los hogares tienen una tasa de ahorro elevada (15,4% en el 2T 2025), que, en positivo, podría estimular la demanda si la reducción de la incertidumbre se traduce en una mejora de la confianza.
  - Los indicadores siguen reflejando un patrón de crecimiento heterogéneo, con un avance del PIB a ritmos sólidos en España (el consenso de Bloomberg prevé un +0,5% intertrimestral en el 3T), persistentes dificultades en Alemania (+0,1% tras un –0,3% en el 2T) y atonía en Francia e Italia (+0,1% previsto por el consenso de Bloomberg en ambos casos). Para el conjunto de la eurozona, el consenso de Bloomberg espera un crecimiento del PIB del +0,1% intertrimestral en el 3T.

[1] Hay cierto consenso entre los analistas en que un *depo* del 2,00% es un tipo de interés neutral, que ni estimula ni restringe la actividad.

- **Las condiciones financieras se suavizan, a pesar de las tensiones en la prima de riesgo de Francia**:
  - Los tipos de interés sobre los préstamos a empresas disminuyen (según datos del BCE, en agosto eran del 3,5%, unos 180 p. b. por debajo del pico de 2023), mientras que los de las familias se han estabilizado en lo que va de 2025 (3,3% en agosto, –70 p. b. respecto al pico). El euríbor a 12 meses ha fluctuado entre el 2,15%-2,20% en el último mes (el promedio provisional de octubre es unos 50 p. b. inferior al de octubre de 2024) y los mercados cotizan que se mantenga estable en los próximos trimestres.
  - El crédito acelera y, según el BCE, los préstamos a hogares y a empresas crecieron un 2,5% y un 3,0% interanual en agosto (datos para el conjunto de la eurozona).
  - Los mercados financieros han mostrado un tono positivo en el global desde la última reunión del BCE (11 de septiembre). Las principales bolsas europeas han acumulado ganancias, con alrededor de un +3% en el Stoxx EUR 600, mientras que los tipos de interés soberanos han disminuido (tipo alemán a 10 años cerca de –10 p. b.) y las primas de riesgo periféricas se han comprimido de la mano de mejoras del *rating* en España, Portugal e Italia. Incluso la prima francesa registra un leve descenso en el conjunto del periodo, a pesar de haberse acercado a los 90 p. b. (superando a Italia) en algunos momentos, en un contexto de incertidumbre política y rebajas del *rating*. Por su parte, el euro se ha debilitado levemente, tanto frente al dólar (–1%) como con una cesta amplia de divisas (–0,4%).

Los mensajes del BCE

- Los últimos mensajes del BCE han destilado un mayor optimismo alrededor de las perspectivas económicas, reiterando que su política monetaria está en una buena posición para gestionar el escenario.
- Por ejemplo, en las reuniones de otoño del FMI en Washington, Christine Lagarde señaló que la economía y la política monetaria están en «una buena posición» y describió el balance de riesgos alrededor de la inflación como «razonablemente equilibrado». Al mismo tiempo, Lagarde también rechazó afirmar que la distensión monetaria ya ha terminado, argumentando que un banco central «nunca puede decir eso» porque «su trabajo nunca termina».
- En este sentido, esta semana Philip Lane remarcó que el BCE debe mantener una toma de decisiones «reunión a reunión» y «según la evolución de los datos». Lane describió la discusión en el seno del BCE como «un equilibrio entre los incentivos a actuar más contundentemente y los incentivos a esperar y ver si la incertidumbre se autocorrige».
- Recogiendo distintas sensibilidades dentro del Consejo de Gobierno, Nagel (Bundesbank) ha defendido que la inflación está encaminada hacia el objetivo, pero que no hay que ser complaciente, mientras que Villeroy de Galhau (Banque de France) se ha mostrado más preocupado por los riesgos bajistas y ha indicado que, de haber un nuevo movimiento de tipos, él considera que sería a la baja.

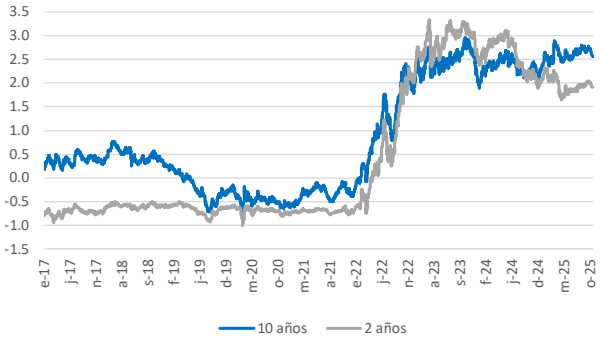
Perspectivas del BCE a medio plazo

- Aunque el abanico de riesgos es amplio, nuestra previsión central es que el BCE mantendrá el tipo *depo* sin cambios y en el 2,00% (nivel que estimamos neutral). La razón es que el BCE cuenta con el colchón de tener una inflación en el objetivo y sus perspectivas están rodeadas tanto de riesgos bajistas (desaceleración de la economía mundial, apreciación del tipo de cambio del euro, desinflación importada por redirección de las exportaciones de China) como alcistas (disrupción de las cadenas de suministros globales por el aumento arancelario, reorientación de la política fiscal, eventos meteorológicos extremos). Así, pensamos que el BCE seguirá poniendo en valor la opción de esperar y guardarse la posibilidad para reajustar su política monetaria solo ante cambios sustanciales del escenario.
- Por otro lado, el BCE seguirá reduciendo su balance con la disminución pasiva de las carteras del APP y el PEPP (con cero reinversiones), un proceso gradual y que no impedirá que la liquidez sea abundante en los próximos trimestres.

Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana

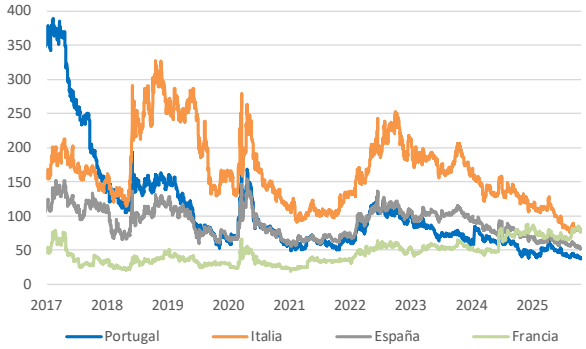
(%)



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

Primas de riesgo soberanas

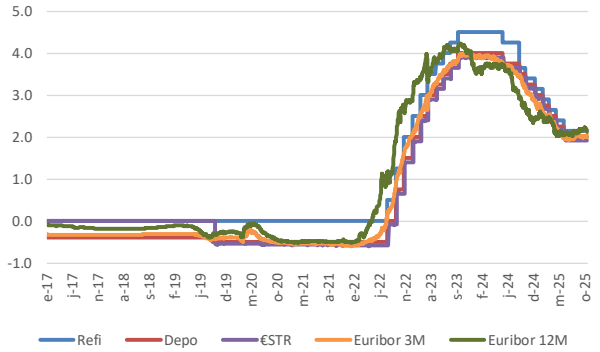
(pb)



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

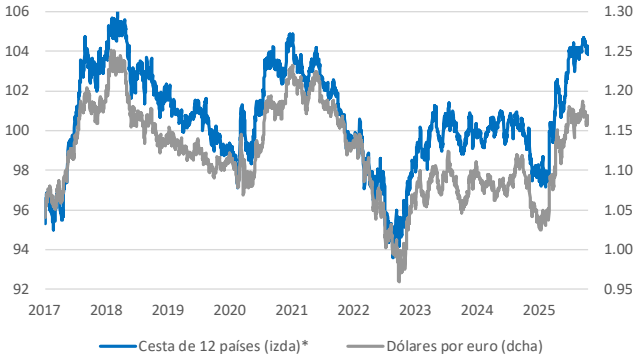
Tipos de interés interbancarios

(%)



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

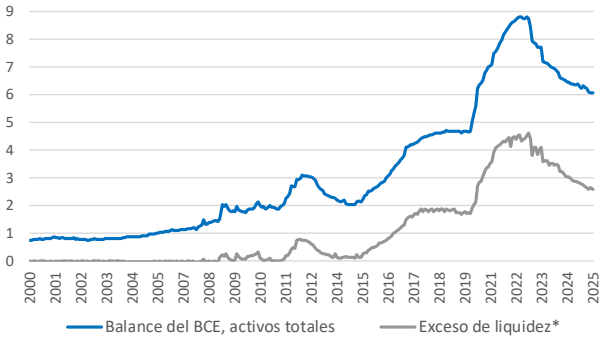
Tipos de cambio para la eurozona



*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

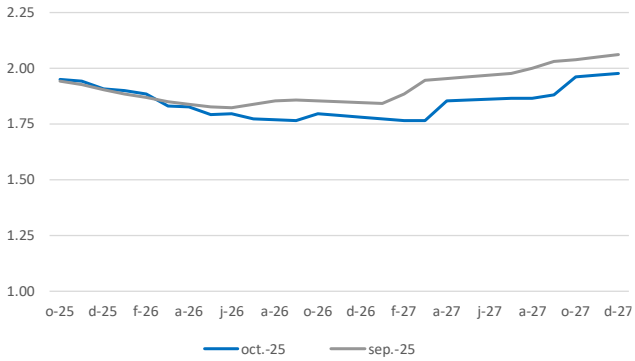
(billones de euros)



*Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos usode la facilidad marginal de crédito.*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

€STR: expectativas de mercado*

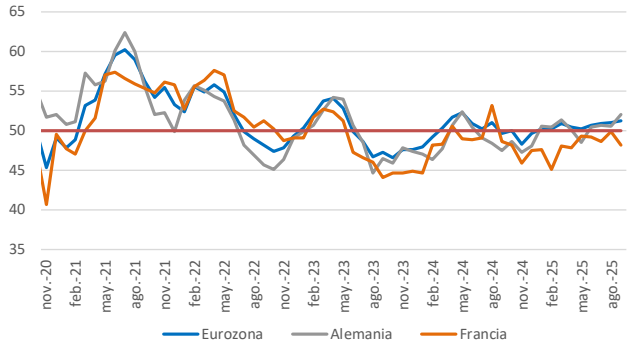
(%)



*Nota: *Forwards para el tipo de interés overnight de la eurozona.*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

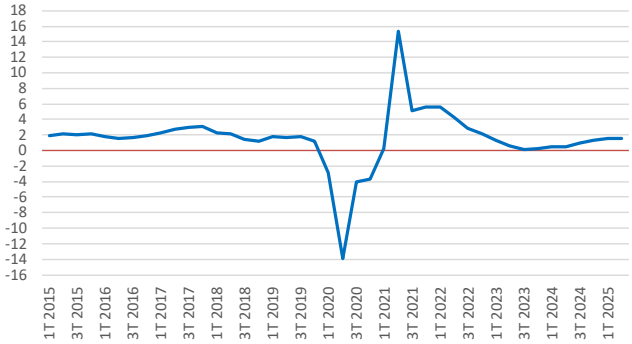
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



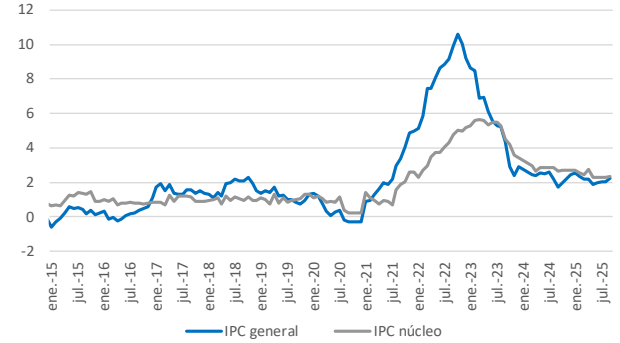
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



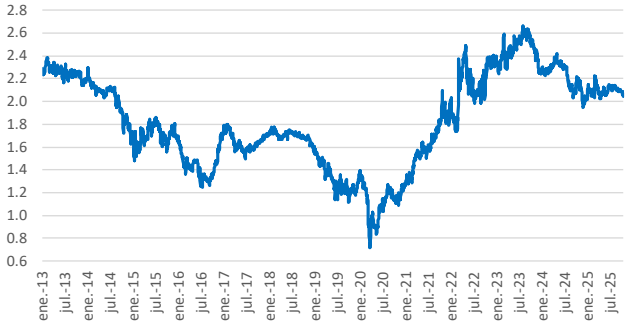
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

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 2025**

	2024	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB	**0,8**	**1,2** (0,9)	**1,0** (1,1)	**1,3** (1,3)
Inflación general	**2,4**	**2,1** (2,0)	**1,7** (1,6)	**1,9** (2,0)
Inflación núcleo	**2,8**	**2,4** (2,4)	**1,9** (1,9)	**1,8** (1,9)
Costes laborales unitarios	**4,7**	**2,8** (2,8)	**2,2** (2,1)	**1,9** (2,0)
Compensación por empleado	**4,5**	**3,4** (3,2)	**2,7** (2,8)	**2,7** (2,8)

Notas: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (junio de 2025).

***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.