Nota Breve 29/01/2026

Mercados financieros · El BCE se guarda las balas por si el escenario se tuerce

Reunión del 5 de febrero de 2026: qué esperamos

- **El BCE mantendrá los tipos de interés** (tipo *depo* en el 2,00%) **y reforzará el mensaje de que no quiere «hipercalibrar» la política monetaria al son de pequeñas variaciones en los datos**. Al mismo tiempo, reiterará la estrategia de llegar a cada reunión con todas las opciones sobre la mesa y basar las decisiones en los datos y el estado del escenario económico.
- **El BCE cuenta con el beneficio de una inflación en el objetivo, una actividad resiliente y una calibración «neutral» de la política monetaria** (es decir, unos tipos de interés que ni estimulan ni restringen la economía). La combinación de estos tres pilares con un entorno internacional incierto (en particular en el plano geopolítico) apoya una estrategia de «esperar y ver», más teniendo en cuenta que el balance de riesgos se ha equilibrado en los últimos trimestres:
  - **Hay amenazas que podrían requerir una relajación monetaria:** desaceleración de la economía mundial, desinflación importada por apreciación del tipo de cambio o por redirección de las exportaciones de China, cambios de sentimiento inversor, etc.
  - **Pero también riesgos que podrían hacer necesario un cierto endurecimiento:** inercias en algunas partidas de la inflación (servicios), disrupciones en las cadenas de suministros ante el aumento global de barreras comerciales, impulso fiscal en Alemania y aumento del gasto en defensa, etc.
- Mientras estos riesgos no decanten el escenario, **la eurozona puede encarar un año 2026 con perspectivas algo más positivas y facilitar que el BCE mantenga una política monetaria estable**. En este sentido, los mercados cotizan que el BCE sostenga el tipo *depo* en el 2,00% a lo largo de 2026, si bien conservan cierto sesgo bajista (dan entre un 15% y un 25% de probabilidad a un recorte de 25 p. b. en el segundo semestre).

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación, en el 2% y con riesgos más equilibrados**:
  - En 2025, la inflación general fue del 2,1% y la núcleo del 2,4%, bajando hasta el 1,9% y el 2,3% en diciembre, respectivamente. Los indicadores alternativos reflejan unas presiones subyacentes muy cerca del 2% (PCCI 2,1%, supernúcleo 2,4% y *trimmed mean* 15% del 2,0% en diciembre).
  - Detrás de la normalización de la inflación general, la dispersión entre componentes recoge la variedad de riesgos que rodean el escenario: desde la inercia de los servicios (3,4% en diciembre, aunque con visos de moderarse con los salarios) hasta la baja inflación de bienes (sujeta a riesgos de disrupción arancelaria y redirección comercial), pasando por los alimentos y su sensibilidad a eventos meteorológicos extremos.
  - Los datos salariales recogen una desaceleración: el *tracker* de Indeed.com bajó al 2,5% en diciembre, los salarios negociados bajaron al 1,9% en el 3T y el *tracker* del BCE apunta a un 2,3% en 2026.
- **La actividad exhibe un dinamismo moderado**:
  - Los indicadores sugieren que el PIB habría crecido entre un 0,2% y un 0,3% intertrimestral en el 4T 2025, y el consenso de analistas apunta a un avance del 1,4% en el conjunto de 2025 (+0,5 p. p. respecto a 2024).
  - Los primeros datos de 2026 apuntan a un crecimiento moderado. En enero, el índice de confianza de los consumidores aumentó hasta los –12,4 puntos, el mejor registro en 11 meses, pero todavía por debajo de su promedio histórico. El PMI se mantuvo estable en los 51,5 puntos (índice compuesto), con una mejora de las manufacturas (49,4) y una pérdida de empuje de los servicios (51,9). Por países, destacó la mejora de Alemania (52,5), una economía para la que se prevé una revigorización en 2026 (de un PIB del +0,2% en 2025 a una previsión del consenso del 1,0% en 2026).
  - El mercado laboral continúa sólido, con un desempleo del 6,3% en noviembre, mientras los hogares mantienen una elevada tasa de ahorro (15,1% en el 3T 2025).

- **Las condiciones financieras se estabilizan en terreno neutral**:
  - Los tipos de interés sobre los préstamos a empresas y familias se han estabilizado (según datos del BCE, en noviembre eran del 3,5% y 3,3%, 180 p. b. y 70 p. b. por debajo del pico de 2023), y en las últimas semanas el euríbor a 12 meses ha fluctuado alrededor del 2,25% (unos 30 p. b. por debajo de enero de 2025). Por su parte, los préstamos a hogares y a empresas aceleraron hasta el 2,9% y 3,1% interanual en noviembre (datos del BCE para el conjunto de la eurozona).
  - Los mercados financieros han mantenido un tono positivo desde la última reunión del BCE (18 de diciembre), aunque no exento de turbulencias. En conjunto, las bolsas mantienen avances generalizados (Stoxx EUR 600 +3%), mientras que los tipos soberanos de Alemania se han mostrado relativamente estables y los de la periferia de la eurozona han disminuido (con sus primas de riesgo tocando mínimos desde 2008).
  - Ante la sucesión de eventos geopolíticos (Venezuela, Irán, Groenlandia) y tensiones entre la Administración Trump y la Reserva Federal de EE. UU., el euro se ha fortalecido alrededor de un 2% frente al dólar (también frente a una cesta amplia de divisas, pero mucho más moderadamente), mientras que los precios energéticos se han encarecido (el petróleo Brent supera los 65 dólares en las últimas sesiones, y el gas TTF casi toca los 40 euros, empujados también por un invierno frío).

Los mensajes del BCE

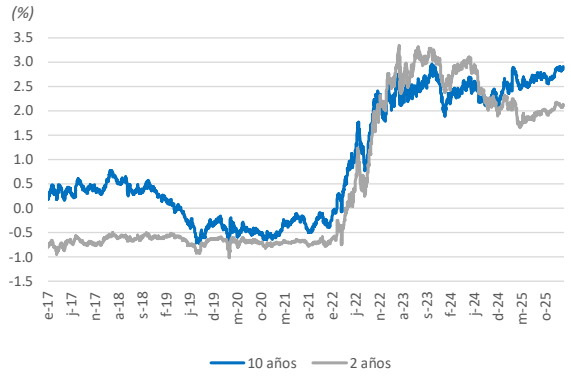
- Las declaraciones de los distintos miembros del BCE han sido más equilibradas en las últimas semanas, señalando que la política monetaria ya está bien calibrada, pero reiterando la atención en un mapa de riesgos exigente y recordando la capacidad de actuar ágilmente si el escenario cambia.
- Por ejemplo, Isabel Schnabel, que en otoño había adoptado un tono más *hawkish*, hace unas semanas señalaba que por el momento no hay que esperar subidas de tipos. Del mismo modo, Santos Pereira (Banco de Portugal) indicaba que, si las dinámicas de inflación siguen como ahora, no hay razón para reajustar la política monetaria.
- Por su parte, Villeroy de Galhau (Banque de France) recientemente describía un escenario de inflación rodeado de riesgos alcistas (disrupciones internacionales de suministros por aranceles) y bajistas (apreciación del euro).

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Nuestra previsión central es que el BCE mantendrá el tipo *depo* sin cambios y en el 2,00% (nivel que estimamos neutral) en los próximos trimestres. El BCE cuenta con el colchón de tener una inflación en el objetivo y sus perspectivas están rodeadas tanto de riesgos bajistas como alcistas, lo que favorece la opción de esperar y 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. En 2026, el BCE iniciará una revisión de los parámetros de su marco operacional (un marco renovado en 2024 para gestionar la transición a un entorno con menor abundancia de liquidez).

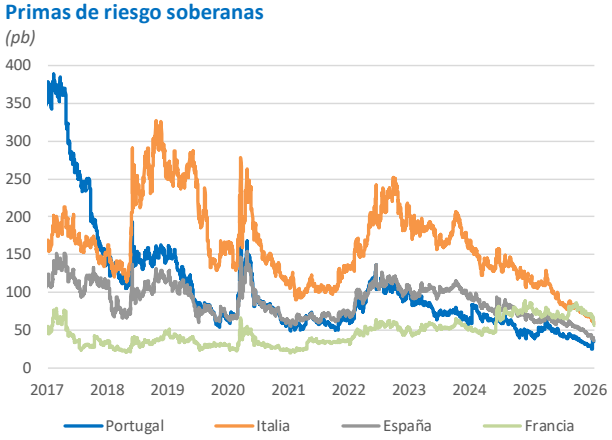
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



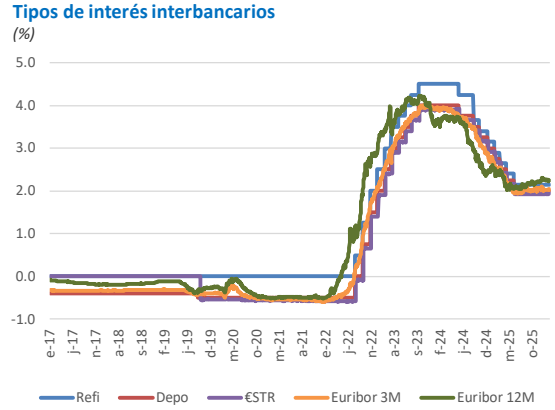
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



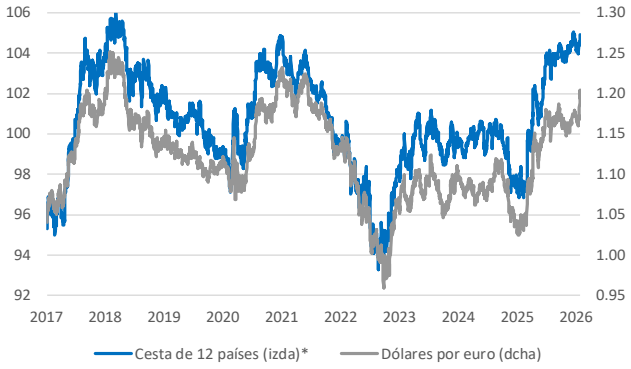
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

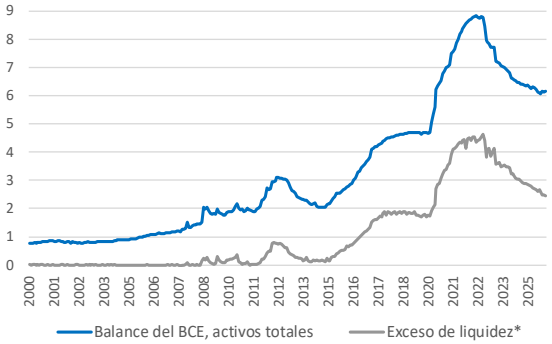
Tipos de cambio para la eurozona



*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

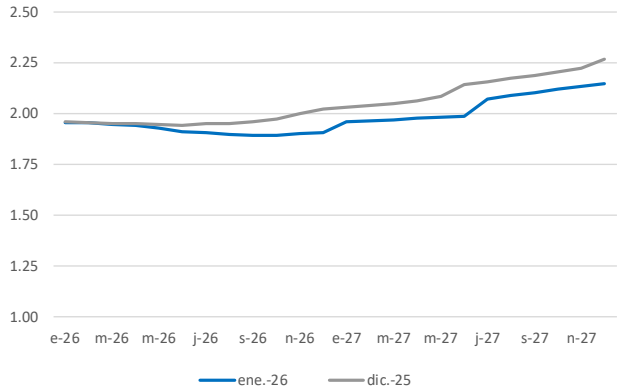
(billones de euros)



*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.

€STR: expectativas de mercado*

(%)

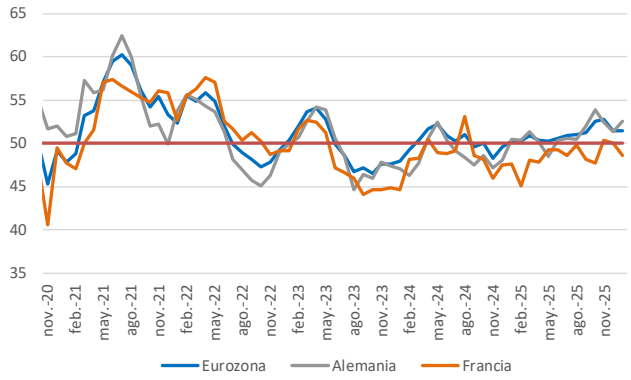


*Nota: *Forwards para el tipo de interés overnight de la eurozona.*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

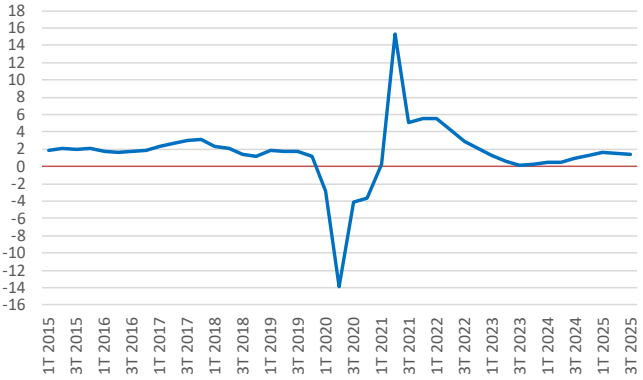
Nivel



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

Eurozona: PIB

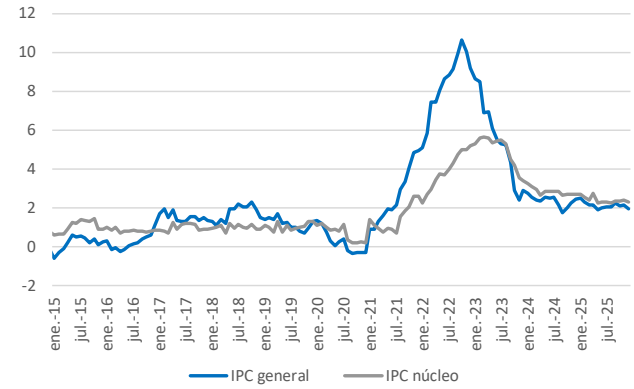
Variación interanual (%)



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 **diciembre de 2025**

	2024	2025	2026	2027	2028
Crecimiento del PIB	**0,9**	**1,4** (1,2)	**1,2** (1,0)	**1,4** (1,3)	**1,4**
Inflación general	**2,4**	**2,1** (2,1)	**1,9** (1,7)	**1,8** (1,9)	**2,0**
Inflación núcleo	**2,8**	**2,4** (2,4)	**2,2** (1,9)	**1,9** (1,8)	**2,0**
Costes laborales unitarios	**4,6**	**3,3** (2,8)	**2,6** (2,2)	**2,0** (1,9)	**2,1**
Compensación por empleado	**4,5**	**4,0** (3,4)	**3,2** (2,7)	**2,9** (2,7)	**3,0**

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