

Nota Breve 12/03/2026

Mercados financieros · El BCE, entre el ruido y la furia

Reunión del 19 de marzo de 2026: qué esperamos

- **Esperamos una reunión intensa en análisis y discusión, pero con poca acción:** el BCE dejará el tipo *depo* en el 2,00%, como cotizan los mercados (probabilidad del 98%) y desprenden las declaraciones del BCE.
- **El debate saltará de los datos a las proyecciones.** Los datos dibujan una eurozona sin cambios destacables, con la inflación en el objetivo del 2% y una actividad moderadamente dinámica, pero la geopolítica añade dos novedades relevantes: la sentencia del Tribunal Supremo de EE. UU., que anula buena parte de los aranceles de Trump (y la respuesta de la Administración con un arancel global, pero temporal, del 10%), y el recrudecimiento del conflicto en Oriente Próximo, con los bombardeos de EE. UU., Israel e Irán.¹
- **La sentencia del Supremo no altera el escenario de fondo de la eurozona,** que deberá seguir lidiando con un nivel de aranceles parecido, aunque los cambios de instrumentos de la Administración Trump pueden generar volatilidad en la situación relativa de los países en los próximos meses.²
- **El conflicto en Oriente Próximo es un *shock de oferta*** que puede ir desde un reajuste de algunas décimas en las proyecciones macroeconómicas de la eurozona a un nuevo escenario estanflacionista. La clave es la duración e intensidad del conflicto, que no solo determinará las repercusiones directas sobre los precios energéticos sino también la activación (o no) de mecanismos de transmisión indirectos (condiciones financieras, repercusión sobre otros precios, efectos de confianza, flujos comerciales).
- **El conflicto ha sacudido al mercado con «furia», y el reto es destilar la senda futura de los precios energéticos del «ruido» que han sufrido las cotizaciones.** Los precios promedio previstos para 2026 según los futuros de las referencias europeas han fluctuado entre 71 y 86 dólares para el petróleo Brent (un incremento del 5%-30% respecto a lo cotizado hace unas semanas) y 39 y 56 euros el gas TTF (aumento del 25%-80%). La naturaleza inflacionista del *shock* eleva el riesgo de un escenario con mayores tipos de interés, pero la inestabilidad de los futuros energéticos favorece que el BCE se mantenga en espera en el más corto plazo.

Condiciones económicas y financieras recientes

El escenario para la eurozona, moderadamente positivo antes del estallido del conflicto en Oriente Próximo:

- **Inflación en el 2%:**
 - Los últimos datos dibujan una inflación general del 1,9% en febrero. La inflación núcleo es algo superior (2,4%), pero, en parte, refleja la volatilidad habitual de inicio del año.
 - Además, la desaceleración salarial enfría las presiones rezagadas de aquellos precios más intensivos en trabajo (el *tracker* del BCE apunta a una moderación salarial hasta el 2,7% para diciembre de 2026).
- **Dinamismo moderado de la actividad económica:**
 - El PIB avanzó un 0,2% intertrimestral en el 4T 2025 y los primeros indicadores de 2026 recogen una continuidad del ritmo de crecimiento (PMI compuesto de 51,9 puntos en febrero vs. 52,5 en el 4T).
 - El mercado laboral sigue sólido (tasa de paro del 6,1% en enero, mínimo histórico de la serie) y los hogares conservan un buen colchón de ahorro que puede apoyar al consumo si mejora el sentimiento.
 - El plan fiscal de Alemania, que contempla un incremento del déficit en 2026 de más de 1 p. p., anima a una cierta redinamización de una economía que, siendo la mayor de la eurozona (27%), ha estado a la cola del crecimiento en los últimos años (solo por delante de Finlandia).

¹ El BCE presentará nuevas proyecciones macroeconómicas, pero la fecha de corte para incorporar datos acostumbra a ser un mes antes de la reunión, por lo que los supuestos financieros (precios energéticos, *forwards* de tipos de interés, tipo de cambio, etc.) corresponderán a mediados de febrero (pre-bombardeos). También habrá que ver en qué medida se incorpora el cambio arancelario desencadenado por la sentencia del Supremo (fue el 20 de febrero).

² Véase «10 preguntas sobre el dictamen arancelario del Tribunal Supremo de EE. UU.» en www.caixabankresearch.com.

- **Condiciones financieras estables en terreno neutral:**

- Los tipos de interés sobre los préstamos a empresas y familias europeas se han estabilizado algo por encima del 3%, mientras que los volúmenes de crédito avanzan cerca de un 3% interanual.
- Antes del estrés que desencadenó el conflicto en Oriente Próximo, los mercados financieros europeos destilaban optimismo, con las bolsas marcadamente al alza (Stoxx EUR 600 +7% entre finales de 2025 y el 27 de febrero), primas de riesgo periféricas tocando mínimos de 2008 y el euro en los 1,18 dólares.

El conflicto en Oriente Próximo genera un estrés notable y amenaza con un *shock* de oferta inflacionista:³

- El petróleo Brent y el gas TTF cotizan en los 95 dólares por barril y 50 euros por MWh (+30% y +60% desde los bombardeos del 28 de febrero) y los futuros apuntan a unos precios para el conjunto de 2026 de unos 10 dólares (petróleo) y 15 euros (gas) superiores a lo cotizado hace unas semanas. Además, la volatilidad de estos precios es muy elevada (el Brent casi tocó los 120 dólares y el gas superó los 65 euros).
- Las bolsas han sufrido caídas generalizadas (el Stoxx EUR 600 llegó a perder prácticamente todo lo ganado en el año), las expectativas de inflación de corto plazo han repuntado y los tipos de interés soberanos europeos han aumentado alrededor de 30 p. b. y el euro roza los 1,15 dólares (-1,6%).
- El conflicto bélico hace virar las expectativas de política monetaria del mercado y los inversores abandonan su sesgo *dovish* y empiezan a cotizar la posibilidad de subidas de tipos a partir del verano (hoy ven un incremento del *depo* al 2,25% con un 80% de probabilidad para el verano).
- Bajo la senda de los últimos futuros energéticos, el escenario para la eurozona se debilitaría, pero no sufriría un cambio profundo. El crecimiento del PIB podría ser algunas décimas inferior y la inflación sufriría un repunte temporal, sin necesariamente alterar la estrategia del BCE.
- Un escenario de precios energéticos más elevados de manera persistente amenazaría con interrupciones significativas, tensiones más profundas en los mercados financieros y efectos indirectos sobre la inflación, y podría espolear un giro *hawkish* más relevante a nivel monetario.

Los mensajes del BCE

- Aunque los mercados han reajustado su sesgo hacia el lado *hawkish* tras el recrudecimiento del conflicto en Oriente Próximo, las últimas declaraciones del BCE han mantenido un tono de cautela.
- Philip Lane describió la situación como un *shock* inflacionario y negativo para la actividad, pero enfatizó que su impacto dependerá de la duración e intensidad del conflicto.
- Nagel (Bundesbank) repitió el diagnóstico de Lane y remarcó que es demasiado pronto para sacar conclusiones de una situación tan volátil, mientras que, en la misma dirección, Villeroy de Galhau (Banque de France) dijo no ver razones ahora mismo para subir los tipos.
- Isabel Schnabel señaló que el BCE no debe preocuparse por desviaciones de la inflación que sean transitorias, pequeñas y con las expectativas de inflación ancladas. Sin embargo, también argumentó que la robustez del mercado laboral, factores estructurales (envejecimiento, menor inmigración, *skill mismatch*) y los planes de expansión fiscal acentúan los riesgos inflacionarios ante un nuevo *shock*.

Perspectivas del BCE a medio plazo

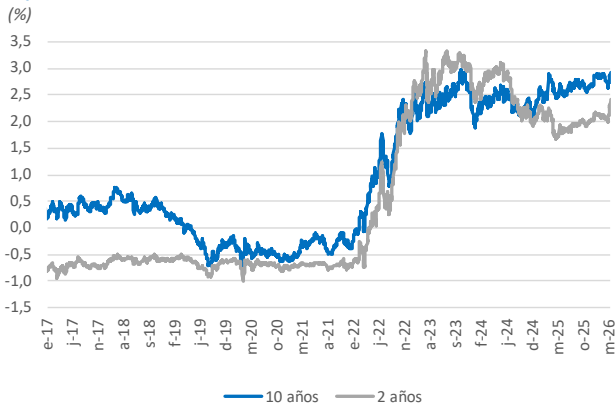
- Bajo la senda de los futuros energéticos actuales, creemos que el BCE favorecerá mantener tipos en el 2,00% hasta tener más visibilidad sobre el impacto del conflicto en Oriente Próximo. El repunte inflacionario sería transitorio y quedaría acolchado por una actividad moderada y presiones bajistas heredadas (redirección comercial de China, apreciación pasada del euro, previsiones de inflación del BCE inferiores al 2% para 2026-2027). Y aunque podría haber ajustes, estos serían más para «afinar» la posición que un cambio de escenario.
- Si el *shock* persiste con intensidad, puede forzar un giro *hawkish* en política monetaria. La magnitud del giro debería equilibrar el impacto inflacionista directo con su transmisión indirecta, los atenuantes del punto de partida (política monetaria neutral, presiones desinflacionistas globales, mayor resiliencia energética de la UE), debilidad en actividad y las inercias que quedan de la pasada crisis inflacionista.

³ Irán es el cuarto productor mundial de petróleo, con las segundas mayores reservas de gas natural y ha cerrado *de facto* el estrecho de Ormuz (paso del 20% de los flujos comerciales marítimos de energía).

- Por otro lado, estos cambios no deberían interferir con la reducción del balance del BCE, que prevemos que siga de manera gradual y pasiva con la disminución de las carteras del APP y el PEPP (con cero reinversiones). 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).

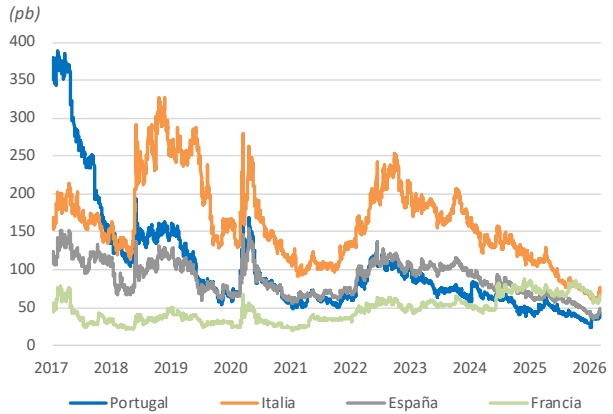
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



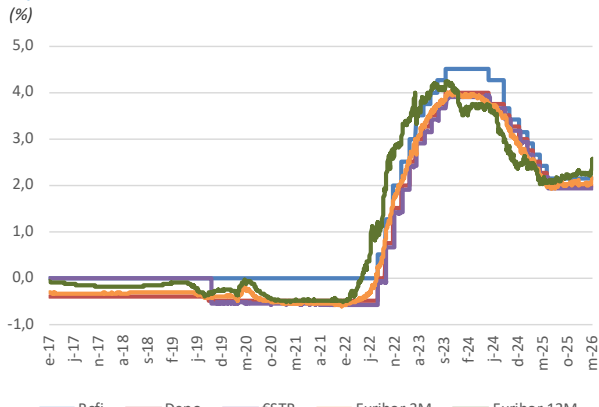
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



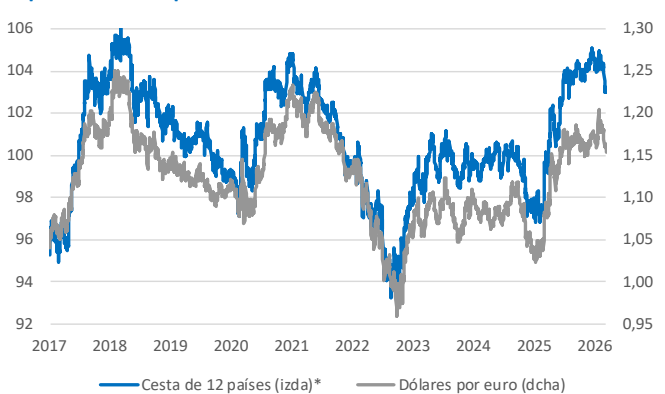
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



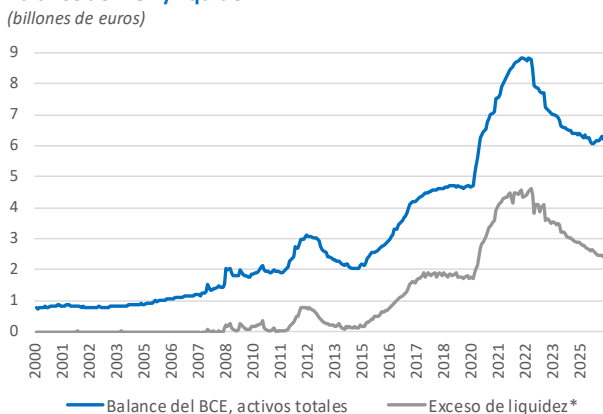
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



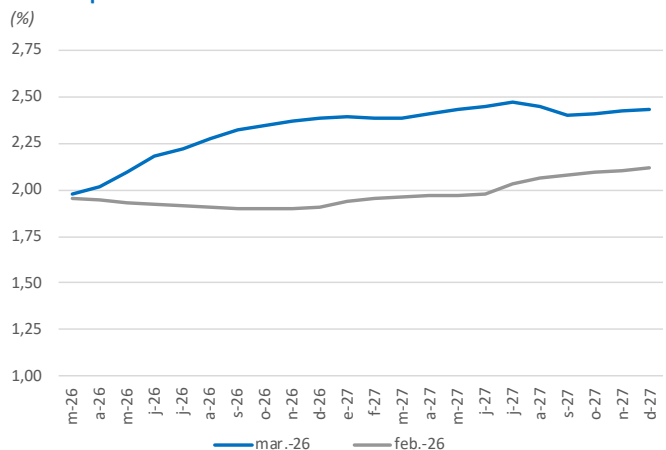
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1 T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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.

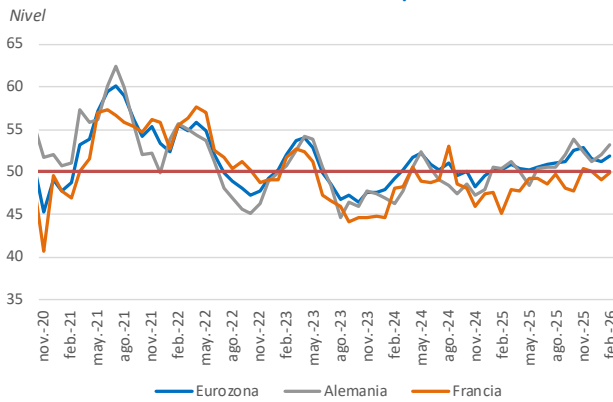
€STR: expectativas de mercado*



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

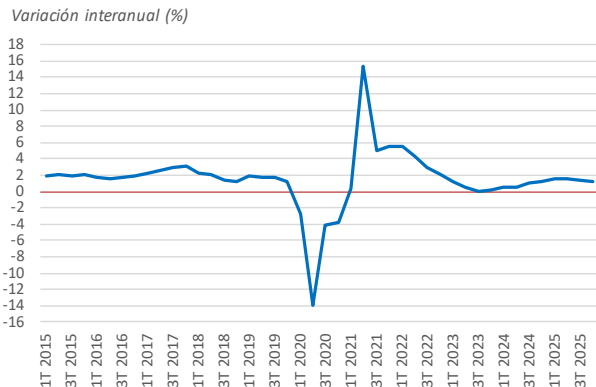
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



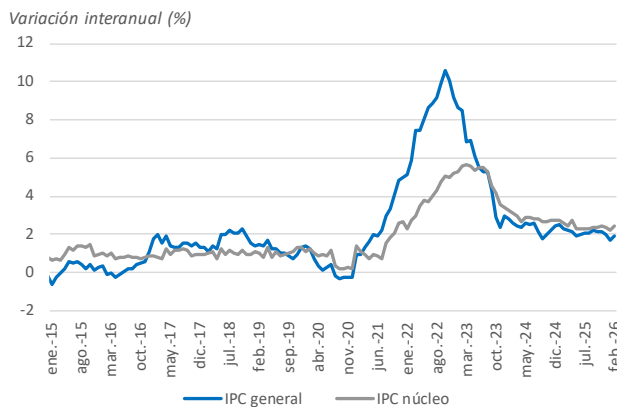
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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



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.