Nota Breve 11/12/2023

Mercados financieros · ¿Han cambiado los datos para que el BCE cambie de opinión?

Reunión del 14 de diciembre de 2023: qué esperamos

- En el último mes y medio, se ha consolidado el enfriamiento de la economía de la eurozona y han ganado fuerza las presiones desinflacionistas, hasta el punto de provocar un notable reajuste de expectativas en los mercados financieros y poner los primeros recortes de tipos en el centro del debate de los inversores.
- El próximo 14 de diciembre esperamos que el BCE mantenga los tipos (*depo*: 4,00% y *refi*: 4,50%) y, de hecho, podría dar algún paso más hacia la retirada de medidas de estímulo, con una posible discusión sobre las reinversiones del PEPP (prevemos que las reinversiones continúen hasta finales de 2024, pero que, si no ahora sí a lo largo del 1T 2024, pasen a ser parciales, para que su fin sea gradual).[1]
- Con todo, la evolución reciente de la economía hace muy probable que el BCE rebaje sus perspectivas de crecimiento e inflación, pues estimaba una actividad algo mejor y una inflación más persistente de lo observado. Mientras que pensamos que el reajuste de previsiones del PIB debería ser relativamente leve, la rebaja en las proyecciones de inflación puede ser más sustancial y situar la inflación general en 2024 más cerca del 2,7% que del 3,2% actualmente previsto por la institución.[2]
- Pese a este reajuste de previsiones, es probable que, en esta reunión de diciembre, el BCE opte por la cautela en su lucha contra la inflación y reitere que todavía queda trabajo por hacer para alcanzar sostenidamente el objetivo del 2%. Así, creemos que enfatizará la estrategia de «dependencia de los datos» y mantendrá la previsión de una política monetaria restrictiva en los próximos trimestres, para dotarse de «robustez» ante la incertidumbre y los riesgos que rodean la evolución futura de la inflación.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación se acerca al 2%, pero todavía quedan obstáculos antes de llegar al objetivo**:
  - En noviembre, la inflación de la eurozona bajó hasta el 2,4% interanual (IPCA general) y el 3,6% (IPCA núcleo). Además, según la versión desestacionalizada del IPC que publica el BCE el *momentum*[3] disminuyó hasta el 3,0% para la inflación general y el 2,0% en la núcleo.
  - En las etapas intermedias de la formación de precios hay un descenso generalizado de las presiones inflacionistas (por ejemplo, precios de producción industrial –9,5% interanual en octubre), y los indicadores alternativos también muestran una moderación sostenida, tocando mínimos de los últimos 1,5 a 2 años (PCCI en el 2,3%, supernúcleo en el 4,5% y *trimmed mean* 15% en el 4,3% en octubre).[4]
  - El crecimiento salarial sigue alrededor del 5% (en el 3T 2023, salarios negociados en el 4,7% y remuneración por empleado en el 5,2%), mientras que los indicadores avanzados sugieren cierta desaceleración. Con todo, una de las incógnitas clave es el comportamiento salarial en 2024, y el propio BCE ha señalado que difícilmente tendrá suficiente visibilidad antes de la primavera, cuando se debería conocer el resultado de las negociaciones salariales colectivas.

[1] Siguiendo la estrategia del APP, el anuncio anticiparía en unos meses el inicio efectivo de las reinversiones parciales, que podría materializarse a partir de verano. En el marco de esta discusión, también es posible un reajuste moderado de los requisitos mínimos de reservas, aunque pensamos que lo más probable es que el BCE haga coincidir las decisiones con el anuncio de la revisión de su marco operativo en primavera de 2024.

[2] El BCE barajaba un estancamiento del PIB en el 3T 2023 (*vs.* caída del 0,1%) y crecimiento del 0,1% t/t en el 4T (*vs.* PMI en zona contractiva en lo que va de trimestre). Respecto a la inflación, nuestras propias previsiones de inflación núcleo para 2024 (con una senda parecida a la del BCE) disminuirían en unos 0,5 p. p. con la incorporación de datos (contribuyendo a restar casi 0,4 p. p. a la general), mientras que la comparativa entre los futuros actuales para los precios energéticos *vs.* los del pasado septiembre podría llegar a detraer 0,2 p. p. más a la inflación general.

[3] El *momentum* se define como la variación anualizada del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores y captura las dinámicas de precios recientes mejor que la variación interanual (más distorsionada por efectos base).

[4] 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).

- En 2024, la inflación encontrará obstáculos en los efectos base de la energía que tanto la han hecho caer en 2023. Si en noviembre los precios energéticos restaron más de 1 p. p. a la inflación general, estimamos que esta ayuda se desvanecerá en los próximos meses y, a partir del verano, la energía volverá a sumar al conjunto de la inflación. Asimismo, en 2024 se habrán retirado la mayoría de las ayudas frente a la crisis energética,[5] generando efectos base al alza sobre la inflación.

- **La actividad económica sigue en la atonía, aunque con un mercado laboral robusto**:
  - En el 3T 2023, el PIB se contrajo un 0,1% intertrimestral, una cifra esperada pero que vuelve a dejar la eurozona en el rango del –0,1%/+0,1% en el que lleva un año. Es más, los indicadores del 4T apuntan a una dinámica parecida, con los PMI de octubre y noviembre en zona contractiva tanto en la industria como en los servicios y de manera prácticamente generalizada entre países.
  - En positivo, el mercado laboral continúa con un desempleo en mínimos (6,5% en octubre) y el empleo en máximos (creció un +0,2% intertrimestral en el 3T, algo por debajo del +0,3% del 2T).
- **Condiciones financieras restrictivas pero con tentaciones de distensión**:
  - Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas se encuentran en máximos no vistos desde 2008 (según datos del BCE, +260 p. b. y +380 p. b. respecto a finales de 2021). Además, como muestra la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, se ha enfriado la demanda de crédito y se han endurecido sus estándares (si bien más suavemente en el 3T que en el 2T).
  - Los inversores han ajustado abruptamente sus expectativas y, en el último mes y medio, los mercados monetarios han pasado de cotizar bajadas de tipos de 75 p. b. en el conjunto de 2024 (con el primer recorte de 25 p. b. del BCE en el 2T 2024) a un total de –140 p. b. (y primer recorte en marzo). Ello se ha traducido en fuertes descensos de los tipos soberanos (–60 p. b. en el 10 años alemán y entre –65 p. b. y –80 p. b. en la periferia), un *rally* bursátil (el Eurostoxx 600 sube más de un 8% desde finales de octubre) y una cierta apreciación del euro, mientras que los precios de las materias primas han caído ante la perspectiva de un enfriamiento de la economía mundial.

Los mensajes del BCE

- El BCE no ha sido impermeable al cambio de expectativas de los mercados financieros, y el mejor ejemplo lo ofreció Isabel Schnabel, que pasó de un discurso marcadamente *hawkish* el 2 de noviembre («La última milla», argumentando por qué bajar la inflación del 3% al 2% en 2024 sería más difícil que el descenso ya observado en 2023) a una entrevista casi *dovish* el 5 de diciembre, en la que de saque lanzaba la cita «Cuando los hechos cambian, yo cambio mi opinión» de J. M. Keynes y reconocía que las presiones de precios subyacentes están bajando más rápido de lo esperado.
- La idea de «recortes de tipos» ha asomado la cabeza por primera vez, aunque por la puerta de atrás y enfatizando que la discusión es prematura, con distintos gobernadores señalando que «la cuestión de un recorte puede aparecer en 2024, pero no ahora» (Villeroy de Galhau), «las expectativas de recortes en el 1T son ciencia ficción» (Kažimír) o que «no hay necesidad de recortes en el 1S 2024» (Kazāks).
- Menos prematura parece la discusión sobre el fin de las reinversiones del PEPP, y distintos miembros del BCE han señalado en las últimas semanas que es una cuestión que empezará a tratarse pronto («en un futuro no lejano», según dijo la propia Christine Lagarde en el Parlamento Europeo).

Perspectivas del BCE a medio plazo

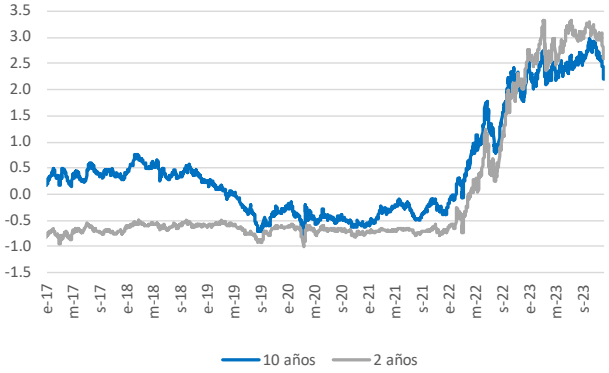
- El BCE ha alcanzado la cima del endurecimiento monetario en términos del «nivel» de los tipos oficiales. A partir de ahí, la estrategia pasa por mantener estos niveles restrictivos por un buen tiempo (no esperamos que el BCE valore un primer recorte de los tipos antes del 3T 2024).
- En cuanto al resto de herramientas, el BCE viene reduciendo su balance sostenidamente, tanto por la disminución de la cartera del APP como, especialmente, por las devoluciones de las TLTRO. Entre los programas de compras, el BCE ha puesto fin a las reinversiones del APP, 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 de su efecto comunicativo y, con las perspectivas actuales, no pensamos que el BCE tenga que activarlo.

[5] Así lo anticipa la propia Comisión Europea en su evaluación de los Planes Presupuestarios 2024.

Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana

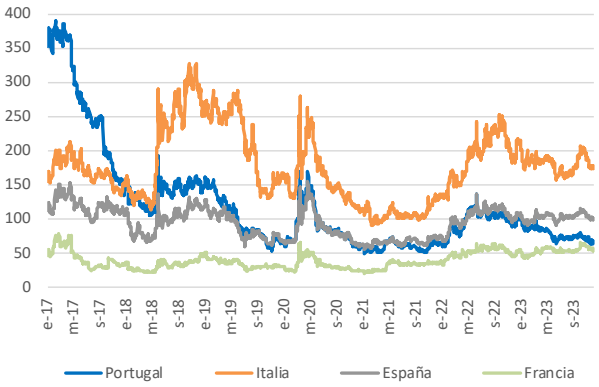
(%)



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

Primas de riesgo soberanas

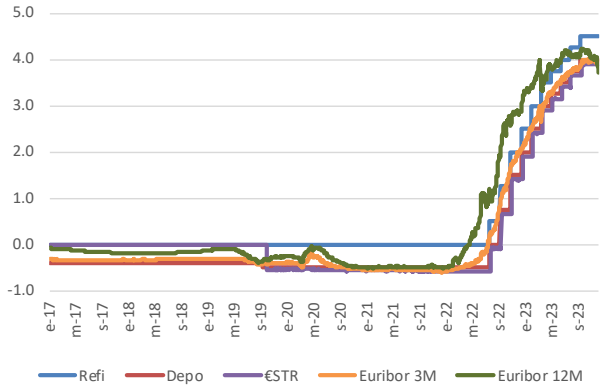
(pb)



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

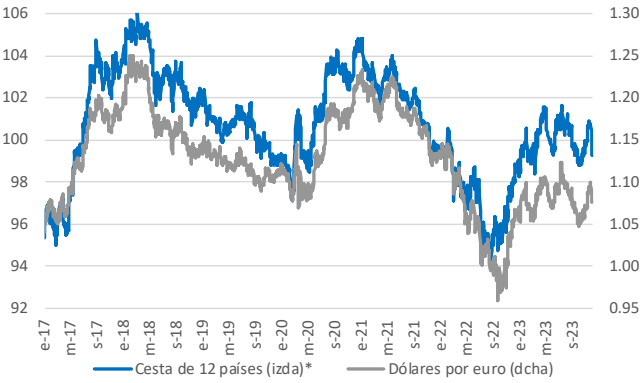
Tipos de interés interbancarios

(%)



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

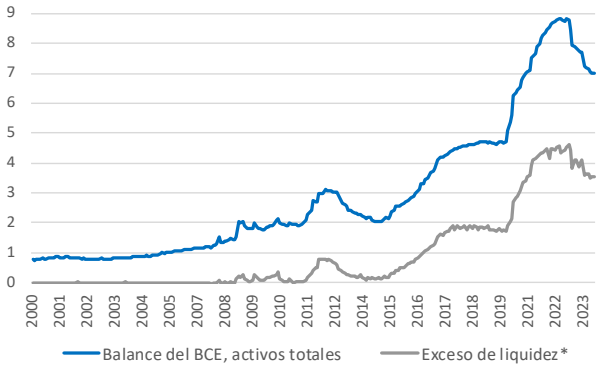
Tipos de cambio para la eurozona



*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

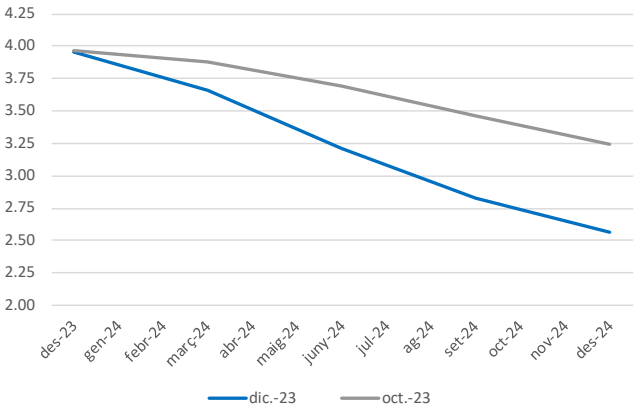
(billones de euros)



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

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

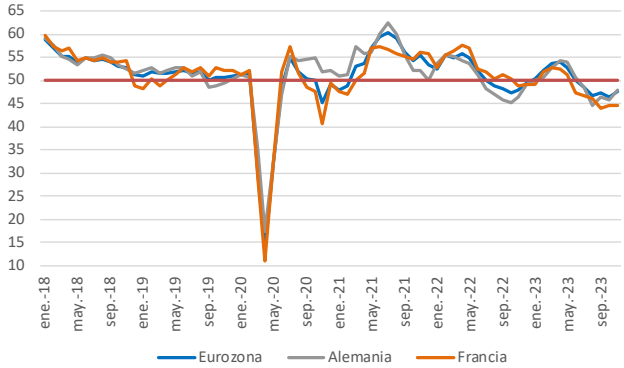
(%)



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

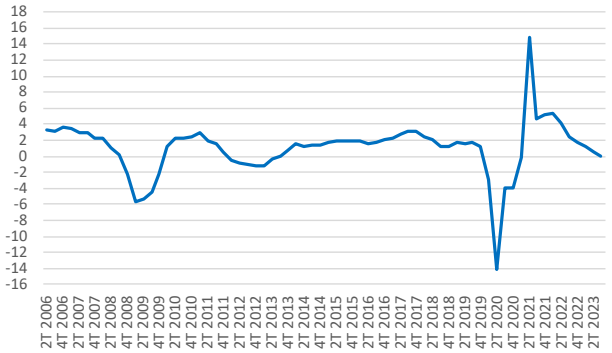
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



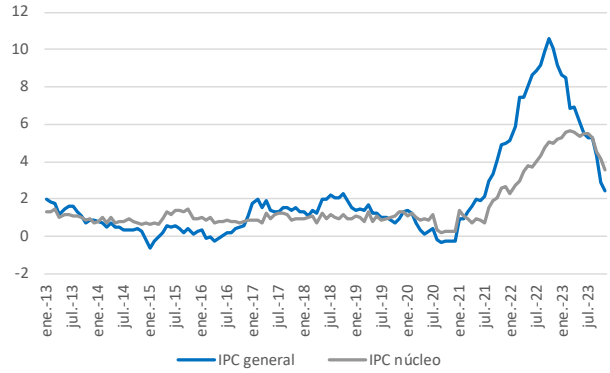
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



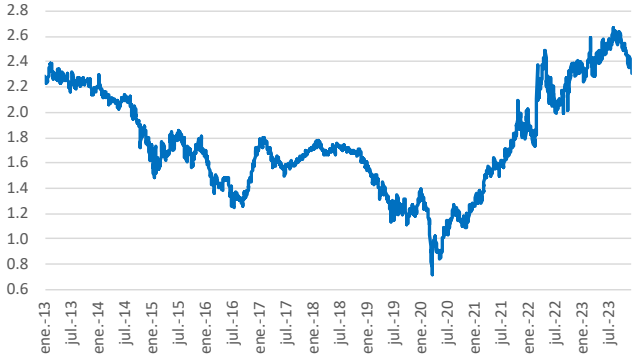
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

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.