

Nota Breve 19/01/2024

Mercados financieros · El BCE ante la llamada de los mercados**Reunión del 25 de enero de 2024: qué esperamos**

- El primer recorte de tipos centrará la atención en el próximo encuentro del BCE, pero no para que se produzca ya en enero (2,5% de probabilidad según cotizaciones de mercado), sino porque hay un desencuentro entre las expectativas de los mercados financieros y la visión del BCE.
- Mientras los mercados apuestan por un primer recorte de 25 p. b. en abril y un total de 140 p. b. de bajadas en 2024, el BCE tiene un tono más cauto, enfatizando que la lucha contra la inflación no ha terminado y, según nuestra lectura de las distintas declaraciones, apostando por recortes más graduales y que no llegarían antes de junio.
- Nuestra visión es que la inflación ha mejorado más de lo esperado en los últimos meses, pero en parte lo ha hecho por vientos de cola que dejarán de soplar a favor en 2024 (como los efectos base de la energía y la normalización de los cuellos de botella globales), de modo que prevemos una disminución más gradual de las presiones de precios en los próximos trimestres.
- Dada la ralentización en la desinflación, considerando que todavía hay incertidumbre sobre los efectos de segunda ronda (limitados hasta el momento) y ante una actividad atónica, pero con un mercado laboral sólido y la perspectiva de revigorización del crecimiento a lo largo del año, pensamos que, en la reunión de la semana que viene, el BCE alejará las expectativas de bajadas de tipos prontas y significativas.
- Con todo, puede que el BCE no rebata frontalmente estas expectativas de recortes, sino que lo haga a través de su estrategia de «dependencia de los datos». El escenario cotizado en los mercados financieros es posible si los datos económicos de los próximos meses son favorables, pero, como recalca el propio BCE, no solo se trata de observar un dato de inflación en el 2%, sino también de tener una elevada *confianza* en que se mantendrá en ese objetivo de manera *sostenida*.
- Es por eso por lo que los miembros del BCE reiteran el deseo de tener datos de máxima calidad antes de preparar las bajadas de tipos. Unos datos que, según declaraciones de Christine Lagarde y Philip Lane, entre otros, no estarán disponibles hasta finales de primavera, con los resultados de las negociaciones colectivas para 2024 y las primeras cifras detalladas de contabilidad nacional del año.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación general bajó con fuerza en 2023** (2,9% interanual en diciembre de 2023 vs. 9,2% en diciembre de 2022), **pero en 2024 encara un descenso más gradual hacia el 2%**.
 - Hay una moderación sostenida de las presiones de precios subyacentes, con una inflación núcleo del 3,4% a cierre de 2023 y toda una batería de indicadores en mínimos de los últimos dos años (PCCI en el 1,9% y supernúcleo y *trimmed mean* 15% en el 3,7%).¹
 - Los datos desestacionalizados muestran unas dinámicas recientes positivas. En diciembre, el *momentum*² disminuyó hasta el 1,2% (inflación general) y el 1,4% (núcleo), mientras que el desglose del IPCA apunta al fin de los efectos indirectos del *shock* energético: el porcentaje de precios con un *momentum* superior al 2,5% ha bajado hasta el 40% (superaba el 80% hace un año) y las partidas con un *momentum* superior al 4,0% ya no llegan al 20% (65% hace un año).
 - Las presiones también aflojan en las etapas intermedias de la formación de precios, con una caída de los precios de producción industrial del 8,8% interanual en noviembre, un descenso del 9,2% interanual en los precios de alimentos a pie de granja en diciembre y una moderación en las expectativas de fijación de precios de las empresas (recogida por encuestas de la Comisión Europea).
 - Los efectos de segunda ronda (es decir, el vínculo salarios-márgenes-precios) son la incógnita clave. El crecimiento salarial sigue alrededor del 5% (salarios negociados +4,7% y remuneración por

¹ 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 del IPCA núcleo que son sensibles al ciclo económico y la *trimmed mean* 15% excluye el 15% de componentes más volátiles.

² Variación anualizada del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.

empleado +5,2% en el 3T, con indicadores adelantados sugiriendo cierta desaceleración), mientras que la contabilidad nacional señala que el enfriamiento de la demanda ha ido templando la contribución de los márgenes empresariales. Otra fuente de riesgo será, un año más, la geopolítica (p. ej., recientemente las tensiones en el Mar Rojo han hecho repuntar los costes de flete marítimo).

- **El crecimiento económico terminó 2023 con flaqueza pero con el sostén de un mercado laboral sólido.**
 - El PIB se contrajo un 0,1% t/t en el 3T y los indicadores sugieren una cifra parecida en el 4T (el dato se conocerá el 30 de enero), con unos PMI persistentes y generalizadamente en contracción.
 - El mercado laboral sigue sólido y con un desempleo en mínimos (6,4% en noviembre), si bien algunos datos *soft* empiezan a dar señales de enfriamiento en las intenciones de contratación.
 - En el inicio de 2024 es probable que se mantenga la atonía, pero a lo largo del año cabe esperar una revigorización del crecimiento a medida que la desinflación dé aire al poder adquisitivo y abra la puerta a una distensión de la política monetaria.
- **El endurecimiento de las condiciones financieras toca techo y aparecen señales 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, +270 p. b. y +390 p. b. respecto a finales de 2021), pero hay indicios de estabilización en los últimos meses e indicadores como el impulso del crédito han empezado a recuperarse (de un mínimo del -6,7% en verano al -4,2% el pasado noviembre).
 - Las expectativas de los inversores se han mantenido relativamente estables en el último mes, tras el fuerte ajuste del pasado otoño. Así, los mercados monetarios cotizan bajadas de tipos del BCE por un total de -140 p. b. en 2024 (y primer recorte en abril), mientras que los implícitos también apuntan a un primer descenso interanual del euríbor 12 meses entre el próximo febrero o marzo.
 - En los mercados financieros se ha visto un tono mixto, con retrocesos moderados de las bolsas europeas, un rebote de los tipos de interés soberanos (pero con las primas periféricas contenidas) y un tipo de cambio del euro estable. Entre las materias primas, el precio del petróleo Brent ha fluctuado por debajo de los 80 dólares a pesar de los recortes de la OPEP y el conflicto en Oriente Medio.

Los mensajes del BCE

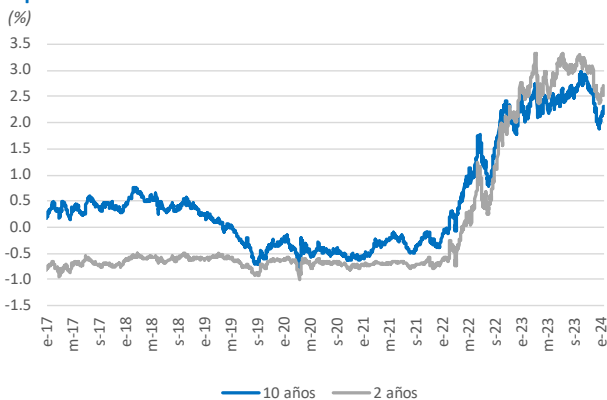
- Desde su última reunión, las declaraciones del BCE han ido razonablemente al unísono en dos mensajes clave: 1) el progreso de la inflación ha sido sustancial, pero todavía queda camino por recorrer y 2) es posible empezar a recortar tipos en 2024, pero todavía es pronto para discutir las primeras bajadas.
- Por ejemplo, Philip Lane señaló que «no queremos una política monetaria demasiado dura ni tipos demasiado altos durante demasiado tiempo», pero «es demasiado pronto, todavía no tenemos suficiente información para cambiar de fase». En el mismo sentido, Isabel Schnabel dijo que «es demasiado pronto para discutir recortes de tipos» y, en una entrevista en Davos, Christine Lagarde señaló que el BCE no tendrá toda la información necesaria antes de «finales de primavera».
- Por otro lado, en un Q&A en X (antes Twitter), Schnabel confirmó que el BCE debería concluir la revisión de su marco operacional esta primavera.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Los tipos tocaron techo en otoño (*depo* al 4,00% y *refi* al 4,50%) y la estrategia del BCE es mantenerlos ahí unos meses más para asegurar el retorno de la inflación al objetivo del 2% en los próximos 4-6 trimestres. Con todo, creemos que el BCE recortará tipos antes (se podría inferir que en junio, según distintas declaraciones) y acompañará la convergencia de la inflación al 2% con una normalización monetaria.
- En cuanto al resto de herramientas, en los próximos trimestres el BCE seguirá reduciendo su balance, tanto por las devoluciones de las TLTRO (en 2024 vencen los últimos 390.000 millones de euros) como por la disminución de las carteras del APP (en marcha de manera pasiva con reinversiones cero) y el PEPP (empezará en julio con reinversiones parciales, dejando vencer 7.500 millones de euros/mes, y se acelerará en 2025 con reinversiones cero). Por su parte, el TPI ejerce una influencia positiva con su efecto comunicativo y, dadas las perspectivas actuales, no pensamos que el BCE tenga que activarlo.

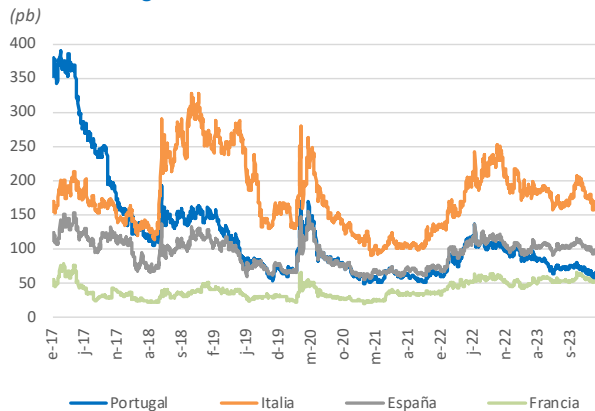
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



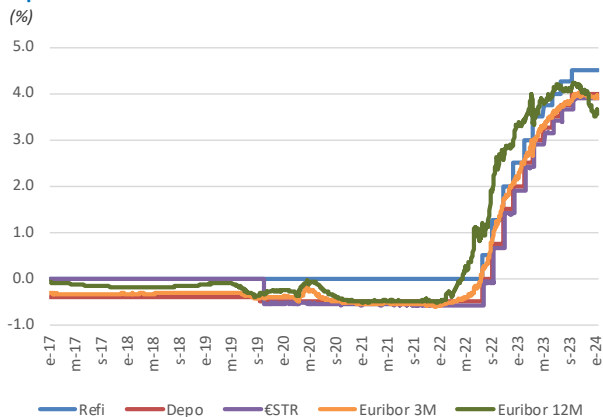
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



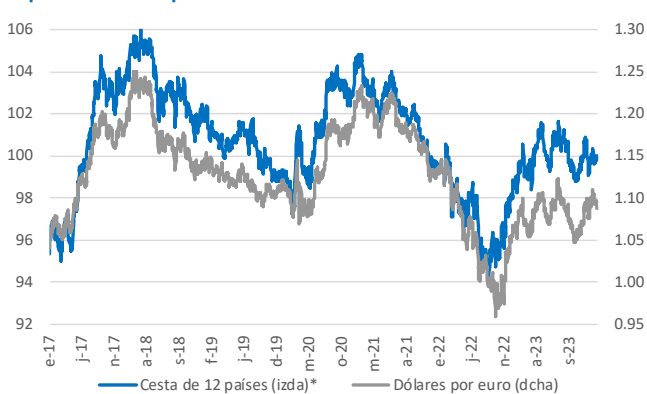
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



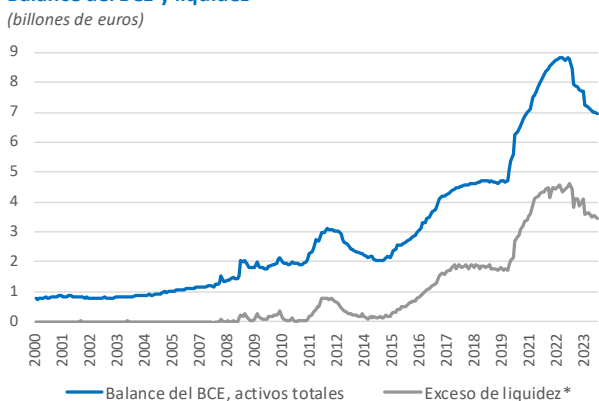
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

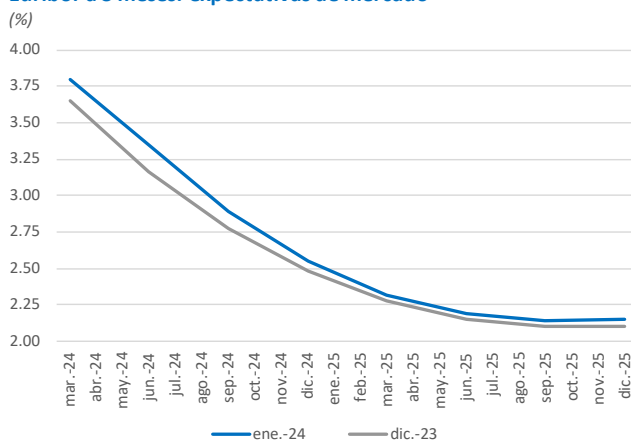
Balace del BCE y liquidez



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.

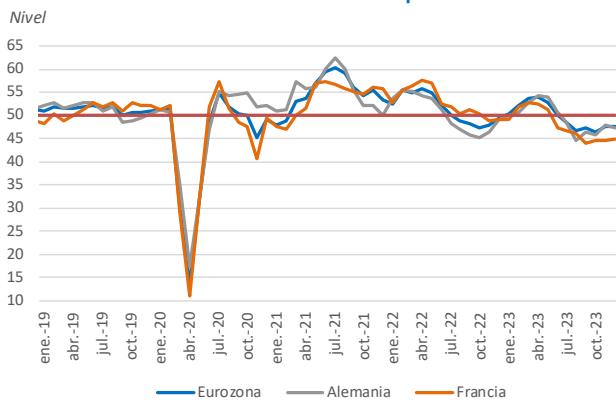
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

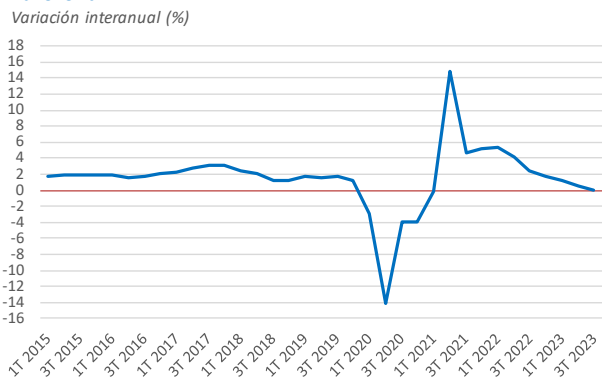
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



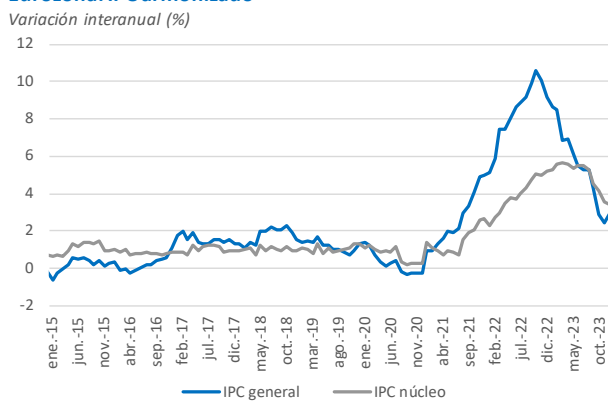
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 2023

	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento del PIB	3,4	0,6 (0,7)	0,8 (1,0)	1,5 (1,5)	1,5
Inflación general	8,4	5,4 (5,6)	2,7 (3,2)	2,1 (2,1)	1,9
Inflación núcleo	3,9	5,0 (5,1)	2,7 (2,9)	2,3 (2,2)	2,1
Costes laborales unitarios	3,2	6,1 (5,8)	4,1 (3,5)	2,6 (2,4)	2,0
Compensación por empleado	4,3	5,3 (5,3)	4,6 (4,3)	3,8 (3,8)	3,3

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