

Nota Breve 29/02/2024

Mercados financieros · BCE: es una cuestión de confianza**Reunión del 7 de marzo de 2024: qué esperamos**

- Los recortes de tipos están en el punto de mira del BCE, pero no esperamos que haya anuncios (o preanuncios) el próximo jueves 7 de marzo. Sin abrazar ni rechazar las bajadas de tipos, creemos que el BCE todavía quiere tener más confianza en que la convergencia de la inflación al 2% es un proceso sostenido y robusto. Así, es probable que, para ganar tiempo, reitere la estrategia de “dependencia de los datos” y el deseo de disponer de más indicadores económicos antes de mover ficha.
- Con todo, la evolución reciente del cuadro económico ha sido relevante. Respecto a las últimas proyecciones del BCE, realizadas en diciembre, la actividad se ha mostrado algo más floja (p. ej., PIB estanco en el 4T 2023 vs previsión de un +0,1% t/t, y un consenso de analistas que apunta a un +0,1% en el 1T 2024 vs previsión del BCE del +0,2%). En cambio, la inflación ha descendido más rápidamente.
- También se han movido sustancialmente las cotizaciones financieras que el BCE utiliza para generar escenarios. Por un lado, destaca la caída del precio futuro del gas, cercana al 40% en el promedio de 2024-25, mientras que, por el otro, se han relajado las expectativas de política monetaria (los implícitos del €STR han bajado algo menos de 10 p. b. para el promedio de 2024 y unos 35 p. b. para 2025).
- Todo ello podría llevar a una rebaja significativa de las previsiones de inflación general y a un ajuste más marginal en las proyecciones de actividad económica. Sin embargo, no esperamos grandes cambios en las perspectivas de inflación subyacente (donde pone el énfasis el BCE, debido a las “distorsiones” de la energía), un “no ajuste” que ayudaría a señalar que todavía habrá que esperar unos meses para ver el primer recorte de tipos (nuestra visión es que el BCE lo materializará en junio).

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación puede flirtear con el 2% en el segundo semestre de 2024:**
 - En enero, la inflación bajó hasta el 2,8% (IPCA general) y el 3,3% (núcleo, excl. energía y alimentos). Además, toda una batería de indicadores apunta a una moderación generalizada, pero no definitiva, de las presiones de precios subyacentes (PCCI: 2,1%; supernúcleo: 3,5%; *trimmed mean* 15%: 3,2%).¹
 - Según los datos desestacionalizados, en enero el *momentum*² disminuyó hasta el 0,5% (inflación general) y el 1,5% (núcleo), aunque hay una fuerte heterogeneidad entre componentes. El *momentum* de los bienes industriales fue casi del 0%, mientras que los servicios se situaron en el 2,2%, los alimentos procesados en el 2,4% y los no procesados aceleraron hasta el 5,3%.
 - Respecto a los efectos de segunda ronda (es decir, el vínculo salarios-márgenes-precios), el crecimiento salarial sigue alrededor del 5% (salarios negociados +4,5% en el 4T, remuneración por empleado +5,2% en el 3T e indicadores adelantados sugiriendo cierta desaceleración), mientras que el enfriamiento de la demanda ha ido templando la contribución de los márgenes empresariales.
 - Nuestra visión es que la inflación ha superado las dos primeras etapas de la crisis inflacionista (el triple *shock* de los cuellos de botella, los precios energéticos y los alimentos, seguido de sus efectos indirectos sobre el resto de productos). La tercera y última fase recae sobre precios más inerciales y sensibles al mercado laboral (p. ej., servicios), y hará que el descenso final al 2% sea gradual. Con la moderación en los precios futuros de la energía cotizados en los mercados financieros, es probable que la inflación general flirtee con el 2% en la segunda mitad de año. Pero el mapa de riesgos no afloja y la inflación sigue sujeta a la fragilidad del factor geopolítico.
- **La actividad económica continúa con la atonía de los últimos trimestres:**
 - El PIB se estancó en el 4T y lleva 5 trimestres encadenado al intervalo -0,1% / +0,1% intertrimestral. La atonía continúa en el 1T 2024, si bien con algunas señales de que el punto de mayor flaqueza

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.

podría haber quedado atrás (p. ej., en febrero el PMI compuesto siguió en terreno contractivo, pero recuperándose hasta los 48,9 puntos, la cifra menos negativa de los últimos 8 meses).

- De la mano de un mercado laboral sólido (desempleo en un bajo 6,4% en diciembre) 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 :**
 - 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 en los últimos meses se han estabilizado e indicadores como el impulso del crédito se han destensionado significativamente (de un mínimo del -6,7% en verano al -0,2% en ene.-2024). En la misma línea, el Euribor 12M se encuentra unos 50 p. b. por debajo de los máximos alcanzados en 2023 y las expectativas de mercado sugieren que a partir del próximo abril registrará bajadas interanuales.
 - Desde la última reunión del BCE a finales de enero, los mercados monetarios han temperado sus expectativas de bajadas de tipos. En concreto, mientras que hace un mes cotizaban la primera bajada en abril y situaban el tipo *depo* en el 2,50% a diciembre de 2024, ahora los mercados apuntan a un primer recorte de tipos del BCE en junio (-25 p. b.) y que el tipo *depo* cierre el año en el 3,00% (100 p. b. de bajadas en el conjunto de 2024, en línea con nuestras propias proyecciones de tipos).
 - Los tipos de interés soberanos han rebotado (más de 20 p. b. en los tramos largos y más de 40 p. b. en los cortos), mientras que las primas de riesgo periféricas permanecían relativamente estables y las principales bolsas europeas mantenían un buen desempeño (el Stoxx 600 europeo acumula ganancias superiores al 3% en el periodo). Por su parte, el euro ha fluctuado alrededor de los \$1,08 y, en los mercados de materias primas, el barril de petróleo Brent ha permanecido relativamente estable en los \$80, mientras que el gas TTF se ha abaratado de casi €30MWh a menos de €25.

Los mensajes del BCE

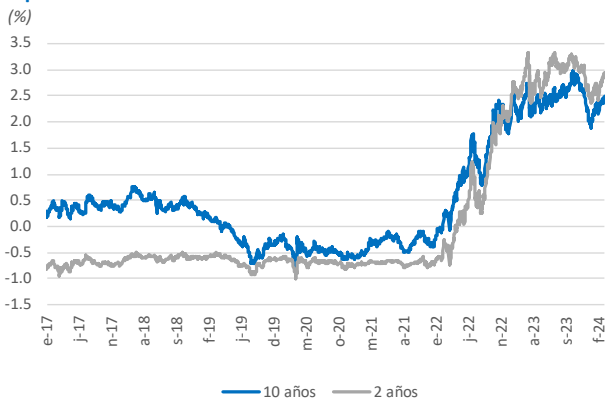
- Desde su última reunión, los miembros del BCE se han adherido a mensajes de “continuidad, prudencia y paciencia”, abriendo la puerta a un primer recorte de tipos pero, a la vez, advirtiendo de los riesgos de relajar la política monetaria demasiado pronto y apuntando a la intención de que la distensión de las condiciones financieras sea gradual.
- Por ejemplo, tanto el economista jefe del BCE, Philip Lane, como el gobernador del Banco de España, de Cos, han explicitado que “el siguiente movimiento [del BCE] será un recorte de tipos”, pero el propio de Cos añadía que “todavía necesitamos algo de tiempo para decidir el momento exacto”.
- En la misma línea, Christine Lagarde destacaba que “la inflación ha bajado significativamente”, “los datos salariales del 4T 2023 dan señales favorables” y “la contribución de los beneficios empresariales [a la inflación] está disminuyendo”. Así, Lagarde señaló que en adelante esperan que “los precios sigan desacelerándose”, pero también recalcó que todavía “se necesita más confianza en que este proceso de desinflación sea sostenido y se alcanza el 2%”.

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 mantener una política restrictiva para asegurar el retorno de la inflación al objetivo del 2% en los próximos trimestres. En un contexto de fuerte desinflación pasada pero de solidez en el mercado laboral, creemos que el BCE realizará un primer recorte de tipos en junio (-25 p. b.) y acompañará la convergencia de la inflación al 2% con una normalización monetaria gradual (proyectamos un *depo* en el 3,00% a dic.-2024).
- En cuanto al resto de herramientas, 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.

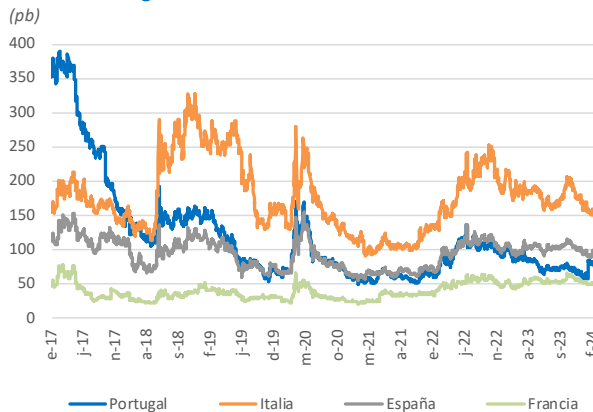
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



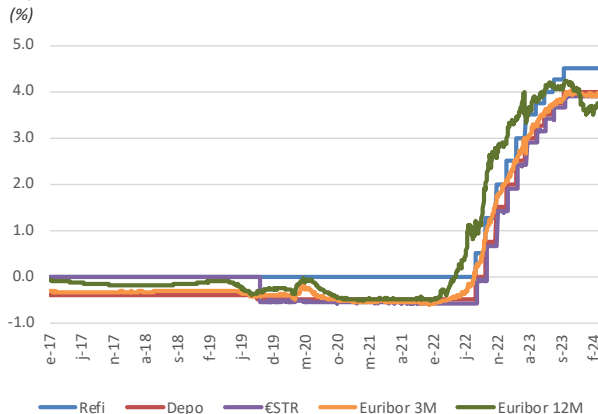
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



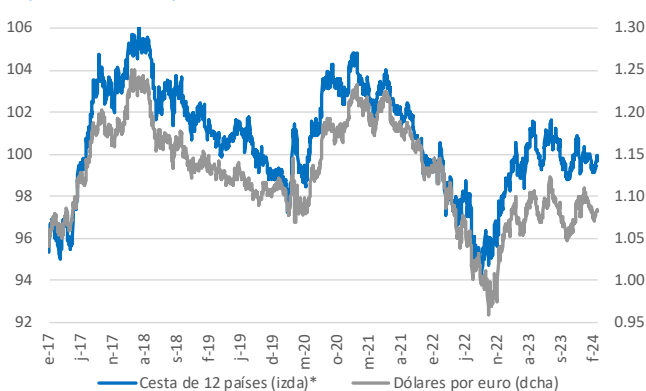
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



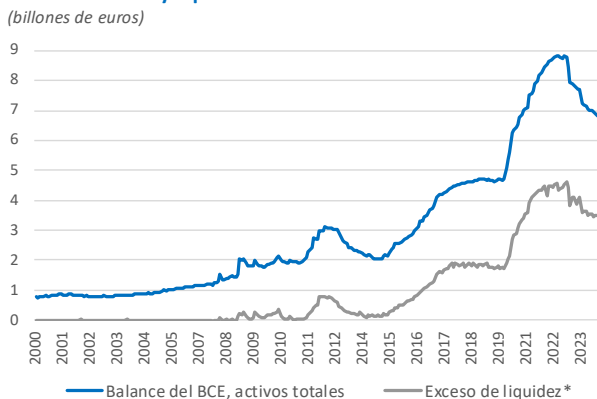
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

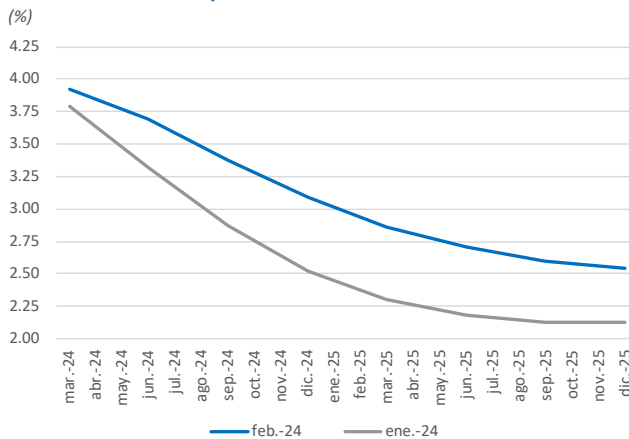
Balance del BCE y liquidez



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.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

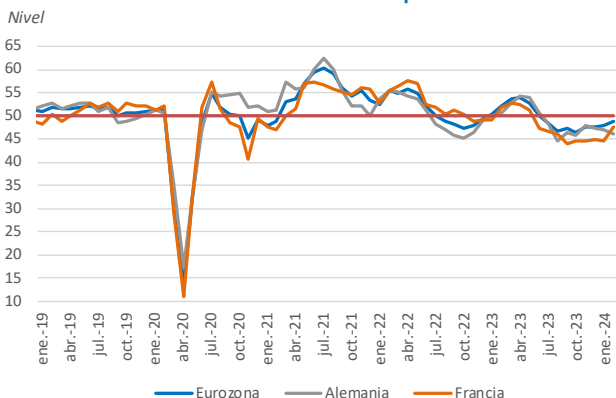


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

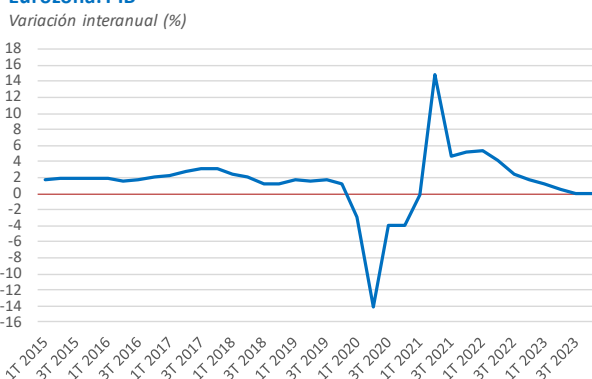
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



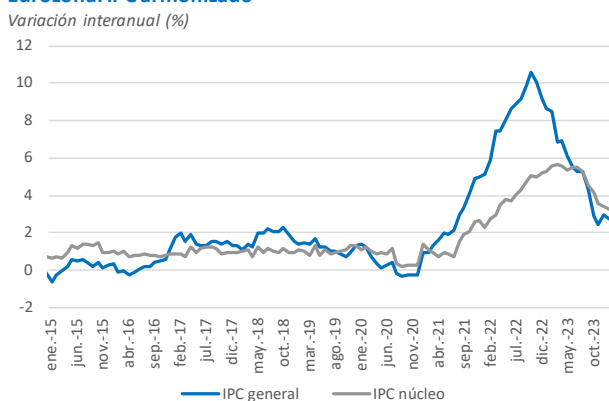
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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

Forward de inflación a 5 años en 5 años (%)



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.