

Nota Breve 07/03/2024

Mercados Financieros · BCE: los recortes son para el verano

Puntos clave

- Reunión de continuidad para el BCE, tanto a efectos de política monetaria (sin cambios en los instrumentos ni preanuncios de que vaya a haberlos en abril) como en términos de visión sobre el escenario macroeconómico (pese a rebajar las proyecciones de PIB e inflación general, no hubo un cambio de narrativa ni de visión sobre las perspectivas de la eurozona).
- En la rueda de prensa, Lagarde puso en valor la fuerte desinflación de los últimos trimestres (del 9,2% en dic.-2022 a un 2,6% en feb.-2024) y dijo que los datos de inflación van en la buena dirección. Pero el BCE necesita más confianza en que la vuelta al 2% es sostenida.
- Esta mayor confianza requiere disponer de más datos. Así, enfatizando la estrategia de “dependencia de los datos” del BCE, Lagarde dijo que en abril dispondrán de “unos pocos datos más” y que en junio tendrán “muchos datos más”.
- Con todo, Lagarde sí reconoció que hoy el BCE ha empezado a discutir sobre una posible retirada de la política monetaria restrictiva. Una retirada que, según sugieren las palabras de Lagarde, el BCE implementará cuando los datos de la eurozona les den suficiente confianza y sin necesidad de esperar a un primer recorte de la Fed en EE. UU.
- Todo ello refuerza la idea de que la reunión del próximo 6 de junio es la más favorable para un primer recorte de tipos (90% de probabilidad según unas cotizaciones financieras que, en palabras de Lagarde, “parecen estar convergiendo mejor”).

Escenario económico

- Las nuevas previsiones del BCE mantienen un escenario de actividad débil a corto plazo, pero que se reactiva a lo largo de 2024 a medida que la inflación baja hacia el 2% y permite cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares.
- Así, las nuevas proyecciones son relativamente parecidas a las presentadas en diciembre y el cambio más visible, la rebaja de la inflación general en 2024, se debe principalmente a unos menores precios energéticos cotizados por los mercados de futuros:

Previsiones de marzo	2023	2024	2025	2026
Crecimiento PIB	0,5	0,6 (0,8)	1,5 (1,5)	1,6 (1,5)
Inflación general	5,4	2,3 (2,7)	2,0 (2,1)	1,9 (1,9)
Inflación núcleo	4,9	2,6 (2,7)	2,1 (2,3)	2,0 (2,1)

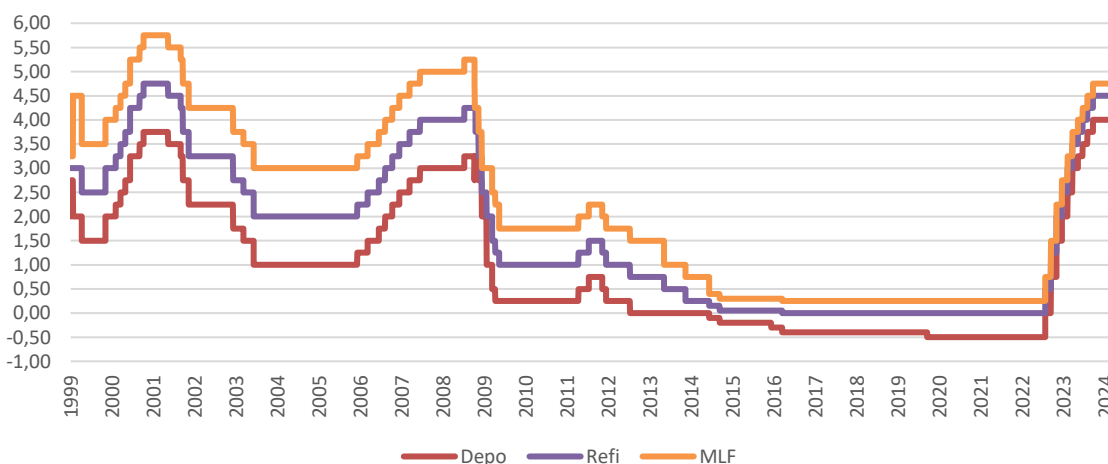
Nota: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (diciembre 2023).

- Más en detalle, el BCE ve una actividad débil en el inicio de 2024, lastrada por la contención del gasto de los hogares, la moderación de la inversión y la desaceleración de la demanda exterior. Sin embargo, también ve algunas señales para la revigorización de la actividad en los próximos trimestres, respaldada en tres factores: i) crecimiento de los ingresos reales de las familias, ii) menor lastre del endurecimiento de las condiciones financieras observado en los últimos dos años, y iii) recuperación de la demanda exterior.

- En cuanto a la inflación, el BCE valora positivamente el progreso conseguido gracias al desvanecimiento de *shocks* de oferta y al enfriamiento de la demanda llevado a cabo por parte de la política monetaria. Así, el BCE destacó el descenso de la mayoría de los indicadores de inflación subyacente, el anclaje de las expectativas alrededor del 2% y los indicios de moderación en el crecimiento salarial, por un lado, y de que los márgenes están absorbiendo los incrementos de costes, por el otro.
- Con todo, hay dos elementos que todavía mantienen al BCE anclado en la cautela: la inflación doméstica sigue en cotas elevadas,¹ y los datos actuales no son suficientemente fuertes como para que el BCE tenga la confianza deseada en que el retorno de la inflación al 2% sea rápido y sostenido (en otras palabras, el BCE quiere ver más datos en la buena dirección).
- El BCE mantiene un balance de riesgos alrededor de la actividad dominado por los factores negativos, entre los que destacan las tensiones geopolíticas. En cambio, sigue sin hacerse explícito el equilibrio de riesgos para la inflación, limitándose a enumerar riesgos al alza (geopolítica y disrupciones de oferta) y a la baja (mayor enfriamiento de la demanda), pero sin concretarse cuales temen más.
- Por último, en la rueda de prensa también afloraron dos temas más estructurales:
 - Sobre las dificultades del mercado inmobiliario comercial (CRE, del inglés “Commercial Real Estate”), Luis de Guindos señaló que es uno de los riesgos más destacados para la estabilidad financiera pero, al mismo tiempo, recordó que la exposición del conjunto del sector bancario europeo al CRE es baja. La preocupación que transmitió el BCE fue, pues, sobre la exposición más elevada que sí pueden tener algunas instituciones concretas, especialmente en el sector financiero no bancario.
 - El BCE se mostró preocupado por las perspectivas de la Unión del Mercado de Capitales, y de hecho Lagarde explicó que fue parte de la discusión de hoy y que, a lo largo del día, se dará a conocer un posicionamiento oficial del BCE.

Política monetaria

- El BCE sostuvo los tipos en la cima alcanzada el pasado septiembre, tras haberlos subido 450 p. b. desde julio de 2022:



¹ El BCE mide la inflación doméstica con un IPC que solo incluye productos de baja intensidad importadora (en concreto, con un contenido importado en el consumo final del producto inferior al 18%), y es un indicador especialmente sensible a las dinámicas salariales.

- Más allá de no ajustar ninguna de sus herramientas de política monetaria, Lagarde anunció que el BCE está muy cerca de completar la revisión de su marco operacional y que esperan hacer públicos los resultados el próximo 13 de marzo.²

Reacción de los mercados

Los mercados financieros recibieron los mensajes del BCE de manera moderadamente optimista. La reacción inicial fue *dovish*, con un descenso de los tipos de interés soberanos (en toda la curva y tanto en el núcleo como en la periferia), cierta depreciación del euro y repuntes de las bolsas. A lo largo de la sesión, las bolsas mantuvieron su avance, pero los movimientos de tipos de interés y tipo de cambio se revirtieron. Así, los mercados encaraban el cierre de la sesión con una apreciación del euro por encima de los 1,09 dólares y unos tipos de interés casi estables, mientras que las expectativas implícitas para el BCE se mantenían en un primer recorte de 25 p. b. en junio (90% de probabilidad) y cuatro bajadas (-96 p. b.) en el conjunto de 2024.

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.

² Nuestra expectativa es que el BCE mantenga un sistema con abundante liquidez, dando continuidad al marco vigente pero con una implementación algo diferente. Mientras que hasta ahora el exceso de liquidez lo ha inyectado proactivamente el BCE, una alternativa sería ofrecer operaciones de refinanciación abundantes y regulares con las que sea la propia demanda la que determine y satisfaga sus necesidades de liquidez (al estilo del Banco de Inglaterra o el Riksbank). Esta revisión determinará el tamaño y la composición del balance del BCE a largo plazo pero, a efectos prácticos, en 2024 y 2025 el BCE mantendrá un balance relativamente elevado, y se seguirá operando con liquidez muy abundante y suficientemente holgada como para que el *depo* siga siendo el ancla de referencia para los tipos de mercado. Para más detalles, véase el focus «[El BCE, a revisión](#)» en www.caixabankresearch.com