

Nota Breve 05/04/2024

Mercados financieros · Abril, sin datos mil para el BCE**Reunión del 11 de abril de 2024: qué esperamos**

- No esperamos un recorte de tipos ya en abril, sino que creemos que el BCE dejará para junio la primera bajada de 25 p. b. en sus tipos de referencia.
- La dirección de la economía es propicia a un recorte de tipos, con la inflación acercándose al 2%, sin indicios de efectos de segunda ronda que vayan a comprometer el objetivo, y una actividad estancada en un entorno monetario restrictivo, con elevada incertidumbre y de flaqueza en la demanda exterior.
- Con todo, el BCE se acerca a esta distensión monetaria con cautela y un sesgo antiinflacionista, comprensible tras vivir los mayores crecimientos de precios desde la década de 1970 y con una inflación que lleva casi tres años por encima del objetivo del 2%. Además, hay algunos componentes de la inflación que son más inerciales, siguen en tasas elevadas y lo hacen en un contexto en el que todavía no se ha disipado el temor a una retroalimentación entre precios, salarios y márgenes empresariales.
- Por ello, el BCE quiere ver más datos en la buena dirección antes de mover ficha. Es más, lleva semanas haciendo explícito que en abril la información disponible es demasiado escasa y que no será hasta junio cuando haya suficientes datos para un cambio de fase monetaria.
- En abril, pues, no deberíamos esperar más que ajustes comunicativos para reforzar la perspectiva de un recorte en junio y, quizás, alguna pista sobre la dirección y velocidad de la política monetaria en adelante.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación se acerca al 2%:**
 - Nuestra visión es que la inflación ha superado las dos primeras etapas de la crisis (el triple *shock* de los cuellos de botella, los precios energéticos y los alimentos, seguido de sus efectos indirectos sobre el resto de los productos). La última fase recae sobre precios más inerciales (por ejemplo, servicios) y, aunque la inflación ya está cerca del 2%, su descenso y consolidación final será gradual.
 - En marzo, la inflación general bajó hasta el 2,4% (IPCA general) y la núcleo (sin energía y alimentos) disminuyó hasta el 2,9% (por debajo del 3% por primera vez desde febrero de 2022). Además, toda una batería de indicadores apunta a una moderación generalizada, aunque no definitiva, de las presiones de precios subyacentes (PCCI: 2,3%; supernúcleo: 3,3%; *trimmed mean* 15%: 2,9%).¹
 - Según los datos desestacionalizados, en marzo la inflación intermensual anualizada fue del 1,8% (general) y del 2,9% (núcleo), mientras que el *momentum*² se situó en el 2,8% (inflación general) y el 3,2% (núcleo). En parte, los últimos datos de *momentum* se ven influenciados por los ajustes de precios asociados con el cambio de año y, como ya señalan las tasas intermensuales, cabe esperar una nueva moderación de este indicador en adelante. Con todo, el *momentum* también exhibe una fuerte heterogeneidad entre componentes: alimentos entre el -0,8% (no procesados) y el +3,1% (procesados), bienes industriales no energéticos en el 1,3% y servicios en el 4,4%.
 - Respecto a los efectos de segunda ronda (es decir, el vínculo salarios-márgenes-precios), el crecimiento salarial ha bajado hacia la región del 4% (salarios negociados +4,5% y remuneración por empleado +4,6% en el 4T, indicador adelantado de Indeed.com en el 3,9% en febrero), mientras que el enfriamiento de la demanda ha ido templando la contribución de los márgenes empresariales.
- **La actividad económica no abandona la flaqueza:**
 - El PIB está encallado en el intervalo $\pm 0,1\%$ intertrimestral desde el 4T 2022 y los indicadores sugieren que la dinámica continuó en el 1T 2024 (el consenso de analistas espera un +0,1%). Con todo, hay algunos indicios de redinamización, como la recuperación del PMI de servicios hasta los 50,2 puntos en febrero y 51,5 en marzo (en expansión por primera vez desde julio de 2023) y un PMI

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.

manufacturero algo menos negativo (por encima de los 46 puntos en todo el 1T 2024, su mejor dato desde marzo de 2023), todo ello gracias al mayor empuje de los países de la periferia y a cierta mejora en Francia, mientras que la actividad de Alemania sigue frágil.

- De la mano de un mercado laboral sólido (desempleo en un bajo 6,5% en febrero) 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.
- **Las condiciones financieras, en el pico de la restricción y oteando el descenso:**
 - Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas están en niveles no vistos desde 2008-2009 (según datos del BCE, +260 p. b. y +390 p. b. respecto a finales de 2021), pero en los últimos meses se han estabilizado o incluso moderado levemente (-15 p. b. y -5 p. b. respecto a otoño).
 - El euríbor 12M se encuentra casi 60 p. b. por debajo de los máximos alcanzados en 2023 y las expectativas de mercado sugieren que a partir de este abril registrará bajadas interanuales.
 - Los volúmenes de crédito al sector privado dan indicios de recuperación, con una aceleración del 0,4% interanual en enero al 0,7% en febrero, según datos del BCE para el conjunto de la eurozona.
 - Las expectativas que los mercados monetarios barajan para el BCE se han estabilizado y cotizan un primer recorte de 25 p. b. en junio con casi un 100% de probabilidad y que el tipo *depo* cierre el año en el 3,00% (en línea con nuestras propias proyecciones de tipos).
 - Desde la última reunión del BCE a mediados de marzo, los tipos de interés soberanos se han mantenido relativamente estables tanto en el núcleo como en la periferia de la eurozona (Italia es la excepción, con un aumento de su prima de riesgo en casi 15 p. b. ante la publicación de un déficit fiscal de 2023 mayor de lo estimado). Por su parte, las principales bolsas europeas han acumulado ganancias generalizadas y el euro ha seguido fluctuando alrededor de los 1,08 dólares.

Los mensajes del BCE

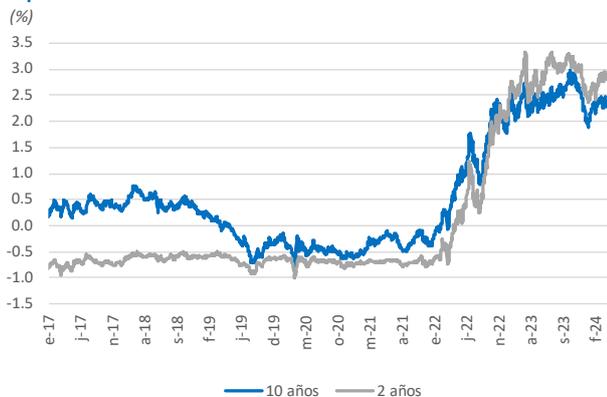
- En las últimas semanas, las declaraciones desde el BCE han dado más confianza en un primer recorte de tipos en junio, pero, a la vez, también han destilado cautela ante los siguientes pasos, enfriando la expectativa de que al recorte de junio le siga una senda muy sostenida de bajadas de tipos.
- Así, en el congreso ECB and its Watchers que se celebró en marzo en Fráncfort, la presidenta Lagarde dejó claro que, si los datos siguen con la tendencia actual, en junio se habrá acumulado suficiente información como para pasar de la fase de «mantener» la política restrictiva a la fase de «empezar a revertir» esta restricción. A la vez, pero, Lagarde fue explícita en su deseo de continuar con una estrategia de «dependencia de los datos» e ir «reunión a reunión» tras el primer recorte de tipos (en contraposición a una estrategia en la que la primera bajada señala con claridad una senda futura de recortes).
- En la misma línea, este miércoles el gobernador del Banco de España, De Cos, explicitó que un recorte en junio es su escenario central, mientras que hace unas semanas el presidente del Bundesbank, Nagel, también reconocía que lo más probable sea una primera bajada de tipos antes de las vacaciones estivales. Por su parte, las actas de la reunión de marzo del BCE reflejan una mayor confianza en empezar los recortes de tipos, pero también sugieren que hacerlo en abril sería prematuro y reiteran el deseo de mantener la estrategia de «dependencia de los datos» que luego defendería públicamente Lagarde.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Los tipos tocaron techo en otoño (*depo* al 4,00% y *refi* al 4,50%) y, llegada la primavera, los primeros recortes están en el punto de mira. Buscando un equilibrio entre la fuerte desinflación pasada, la reducción más lenta de la inflación en el presente y la solidez del mercado laboral, creemos que el BCE no realizará un primer recorte de tipos hasta 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 diciembre de 2024).
- En cuanto al resto de herramientas, el BCE seguirá reduciendo su balance, tanto por las devoluciones de las TLTRO (en lo que queda de año vencen los últimos 140.000 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.

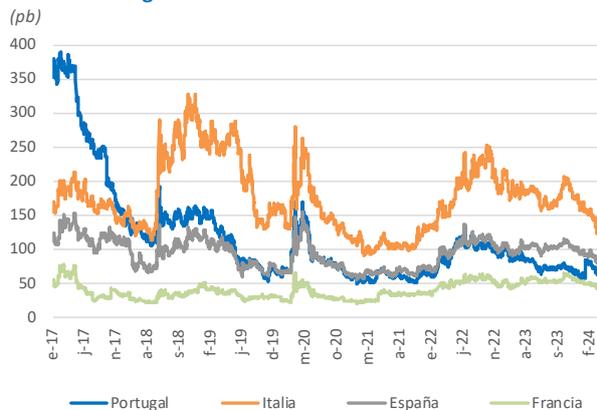
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



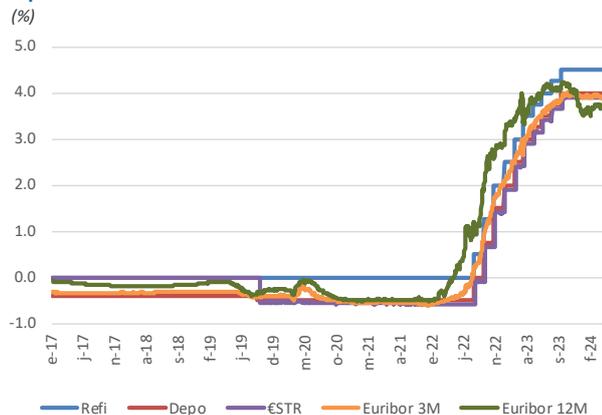
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



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

Tipos de interés interbancarios



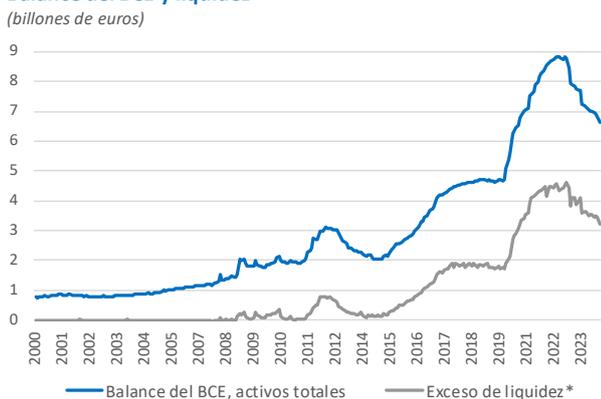
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

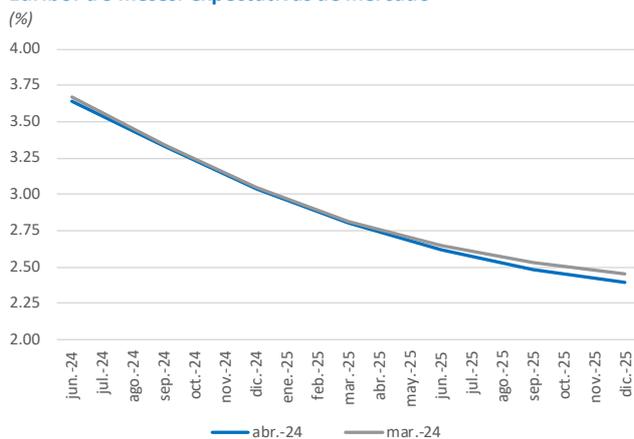
Balace del BCE y liquidez



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.

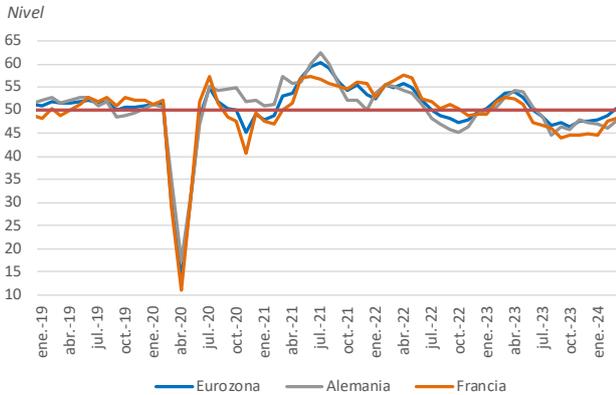
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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



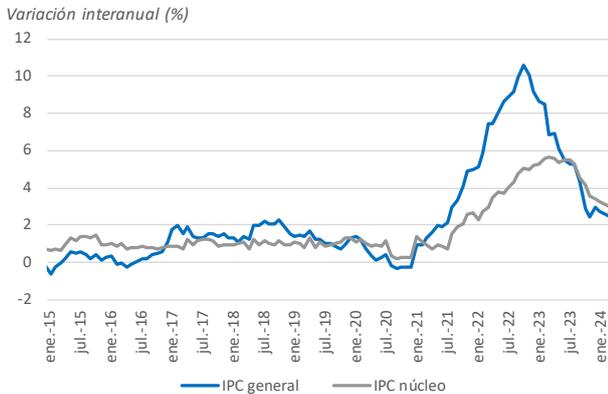
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB



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

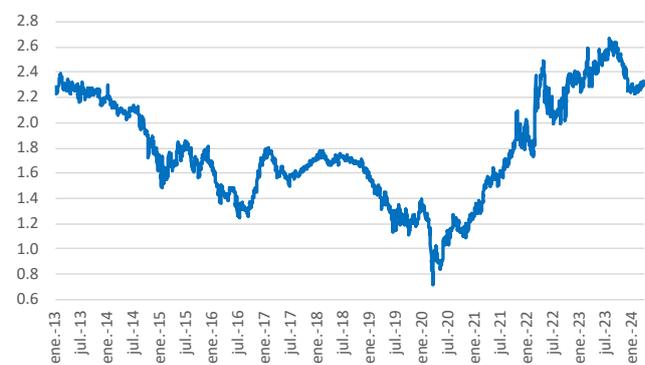
Eurozona: IPC armonizado



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

Expectativas de inflación de mercado para la eurozona

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



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

Previsiones macroeconómicas a marzo de 2024

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

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