

Nota Breve 10/07/2024

Mercados financieros · El BCE busca su tempo: *¿Allegro ma non troppo?*

Reunión del 18 de julio de 2024: qué esperamos

- Todo apunta a que el BCE mantendrá los tipos sin cambios en julio (los mercados cotizan un *depo* en el 3,75% y un *refi* en el 4,25% con una probabilidad del 95%).
- A pesar de haber recortado tipos en junio, el BCE solo abraza el optimismo de manera cauta y ha rechazado que se haya entrado en la fase de distensión del ciclo monetario (la tercera etapa tras el “endurecimiento” entre julio 2022 y septiembre 2023 y el “mantenimiento” hasta junio 2024). El BCE defiende que todavía debe sostener una política restrictiva y que no debe mover ficha hasta que “suficientes datos” le den más confianza.
- Esta visión refleja un entorno incierto con un equilibrio entre (i) una inflación que ha bajado mucho, (ii) pero que sigue por encima del objetivo (y con resistencias en partidas inerciales, como los servicios), y (iii) un crecimiento de la actividad modesto, pero con un mercado laboral sólido.
- En este contexto, y tras tres años de inflación por encima del objetivo del 2%, el BCE opta por gestionar los riesgos con un sesgo antiinflacionista y una comunicación cauta, de modo que las expectativas de los mercados financieros dibujan una distensión suave de la política monetaria, con dos recortes más en lo que queda de 2024 (septiembre y diciembre, coincidiendo con los momentos en los que el BCE destila toda la información disponible en un nuevo cuadro de previsiones de precios y actividad).

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación, tan cerca y a la vez tan lejos del 2%:**
 - La inflación general disminuyó hasta el 2,5% en junio en el conjunto de la eurozona, mientras que la inflación núcleo (excl. alimentos y energía) se mantuvo en el 2,9%. Con datos más desagregados, (solo disponibles hasta mayo) hay toda una batería alternativa de indicadores que recoge unas presiones de precios subyacentes en un rango que comprende desde el 1,9% del PCCI al 2,9% de la supernúcleo.¹
 - De cara a los próximos meses, y en ausencia de nuevas perturbaciones, dos grandes fuerzas condicionarán el “último kilómetro” de la inflación hasta el 2%. Por un lado, la retirada escalonada de las ayudas contra la crisis energética de 2022 generará efectos de base que añadirán volatilidad a los próximos datos de inflación. Por otro lado, la clave para la inflación es el equilibrio entre crecimiento salarial, márgenes empresariales y productividad. Así, los últimos datos reflejan un avance salarial dinámico (en el 1T, los salarios negociados crecieron +4,7% interanual, y la compensación por empleado +5,0%) pero con visos de moderación (el *tracker* de Indeed.com bajó al 3,4% en mayo), mientras que los márgenes empresariales se han ido comprimiendo y, según el desglose del deflactor del PIB, su contribución a la inflación es ya cercana a cero.
- **La actividad económica mejora con moderación:**
 - La perspectiva de una redinamización del crecimiento de la eurozona venía ganando apoyos entre los datos de actividad más avanzados, con un PMI compuesto que entró en expansión en marzo, aceleró en abril y alcanzó un máximo de 12 meses en mayo (52,2 puntos), aunque en junio perdió algo de fuelle (50,9).
 - En el conjunto del trimestre, los datos han sido moderadamente más positivos que en los meses anteriores, y el consenso de analistas estima un crecimiento del PIB del 0,3% intertrimestral en el 2T (mismo registro que en el 1T, y superior a los $\pm 0,1\%$ en los que estaba encallado desde el 4T 2022).
 - En adelante, la actividad seguirá contando con el apoyo de un mercado laboral sólido (tasa de paro en el 6,4% en mayo, mínimo de la serie histórica), cierta recuperación del poder adquisitivo (fruto de la inercia del crecimiento salarial y una inflación a la baja) y la reactivación de la demanda exterior,

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.

aunque también persistirán distintos vientos de cara (como las condiciones financieras restrictivas o el desgaste derivado de las tensiones geopolíticas) y el incremento de la tasa de ahorro de los hogares en un entorno incierto (15,3% en el 1T 2024) no ayuda a reforzar la narrativa de “redinamización basada en la demanda doméstica” que defiende el consenso de analistas.

- **Las condiciones financieras posponen su distensión:**

- Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas han empezado a moderarse, aunque continúan en niveles elevados (según datos del BCE, en mayo se encontraban en el 3,8% y 5,1%, respectivamente, unos 20 p. b. por debajo del pico de otoño).
- Los volúmenes de crédito al sector privado siguen con dinámicas de crecimiento tenues, si bien los últimos datos del BCE para el conjunto de la eurozona dan pequeñas señales positivas, con una aceleración en el crecimiento anual de los préstamos a hogares y a empresas hasta el +0,3% en mayo en ambos casos.
- Los mercados monetarios no cotizan una nueva bajada de tipos del BCE hasta la reunión del 12 de septiembre (-25 p. b.), y dan una probabilidad algo inferior al 70% a otro recorte en diciembre.
- Desde la reunión del BCE en junio, el tono de los mercados financieros ha venido marcado por la incertidumbre política. La convocatoria de elecciones legislativas en Francia tensionó a la prima de riesgo gala (llegó a sobrepasar los 80 p. b., superando a la portuguesa y acercándose a la española, aunque luego se moderó por debajo de los 65 p. b.), si bien el contagio al resto de países fue muy limitado. La bolsa francesa también sufrió, con un retroceso de casi el 5% en el último mes y medio, mientras que las pérdidas han sido más modestas en el resto de parques europeos (el Eurostoxx 600 pierde poco más de un 1%). Por otro lado, el euro ha fluctuado alrededor de los 1,07-1,08 dólares.

Los mensajes del BCE

- En las últimas semanas, los miembros del BCE han luchado por acompañar el recorte de tipos de junio (primer movimiento de distensión tras dos años de endurecimiento monetario) con mensajes de prudencia, enfriando las expectativas para la reunión de julio y sugiriendo que las bajadas de tipos que pueda haber en lo que queda de año serán cautas y moderadas.
- La propia presidente Lagarde ha puesto en valor la fuerte desinflación registrada y la mayor confianza en alcanzar el objetivo del 2% pero, al mismo tiempo, dejando claro que el BCE “no va a seguir una senda predeterminada” y que, a pesar del recorte de tipos en junio, esto “no significa que los tipos vayan a seguir una senda lineal de bajadas”, sino que “puede haber periodos en los que se mantengan estables”.
- En el mismo sentido, Philip Lane definió el recorte de tipos de junio como una manera de “mantener la política monetaria en terreno restrictivo” y, a la vez, “hacerla robusta ante distintos escenarios”, bajando una marcha para “tener mayor protección frente a escenarios bajistas” y señalando que, si hay nuevas presiones al alza sobre la inflación, “podrían atajarse con un descenso más lento de los tipos”.
- Distintos gobernadores del Eurosistema sí han sido algo más explícitos y han señalado entre una y dos bajadas adicionales en lo que queda de año: Wunsch (Bélgica) ve “espacio para un segundo recorte”, Makhoulf (Irlanda) apuntó que se sentiría cómodo con solo un recorte más en 2024 y Rehn (Finlandia) valoró como “razonables” las expectativas de mercado de uno o dos recortes adicionales en 2024, mientras que la visión de Knot (Países Bajos) es que “en julio no hay razones para otra bajada de tipos” y que “el debate volverá a estar verdaderamente abierto en la reunión de septiembre”.

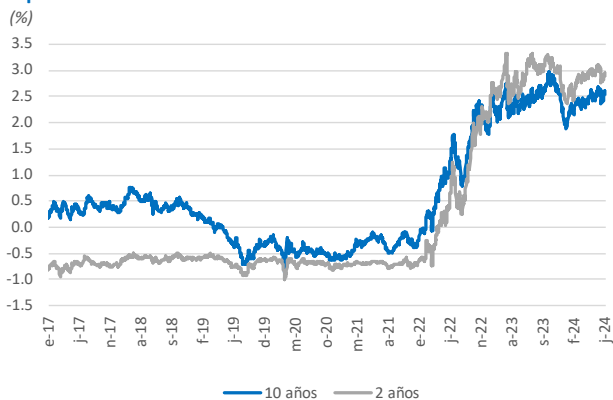
Perspectivas del BCE a medio plazo

- Buscando un equilibrio entre la fuerte desinflación conseguida y las dificultades vividas por la actividad económica, por un lado; con la reducción más lenta de la inflación en el presente y la solidez del mercado laboral, por el otro; el BCE perseguirá una distensión cauta de su política monetaria. Así, prevemos un escenario de política monetaria decrecientemente restrictiva, con bajadas graduales de los tipos de interés que, según las cotizaciones de los mercados financieros, llevarían el tipo *depo* al 3,25% a diciembre de 2024 y al 2,75% a cierre de 2025.
- 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 75.000 millones de euros) como por la disminución de las carteras del APP (en marcha de manera pasiva con reinversiones cero) y el PEPP (empieza en julio

con reinversiones parciales, dejando vencer 7.500 millones de euros/mes, y se acelerará en 2025 con reinversiones cero).

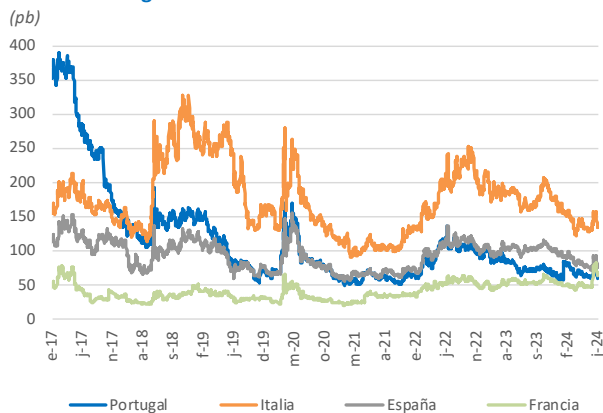
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



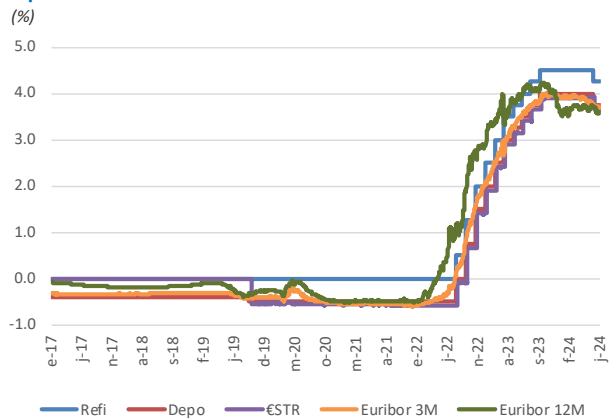
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



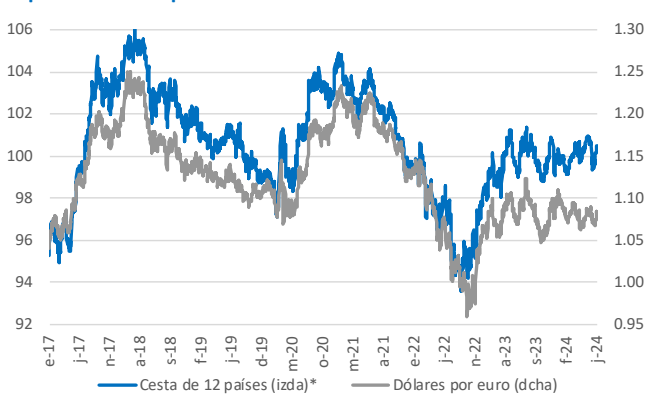
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



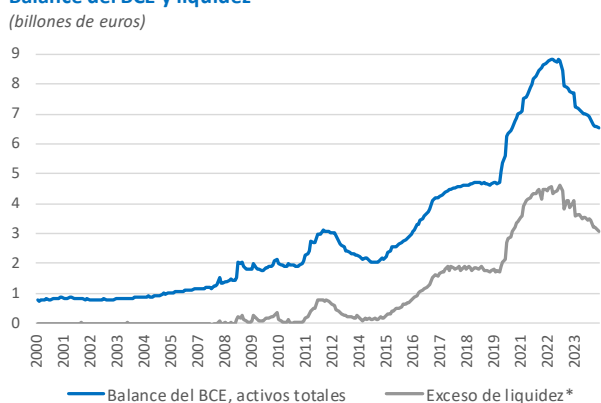
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

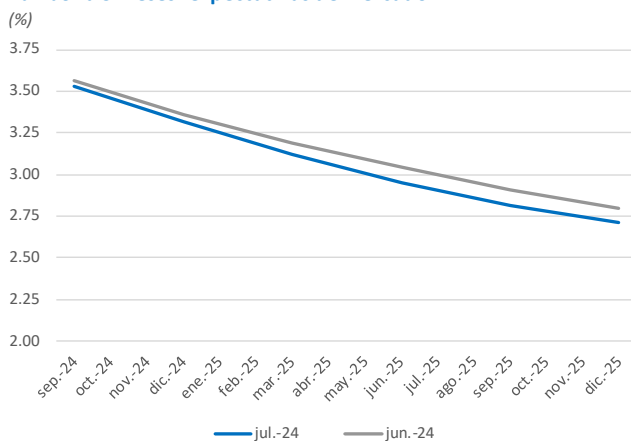
Balance del BCE y liquidez



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.

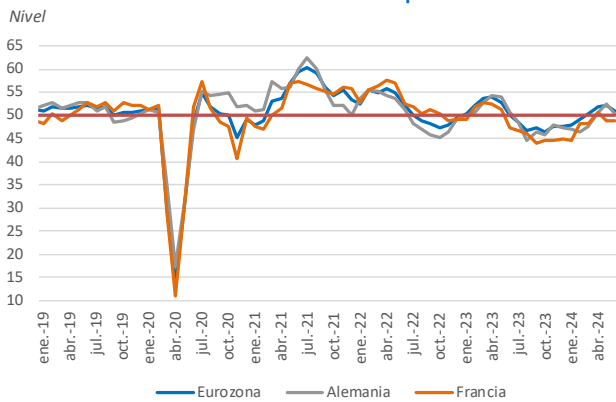
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

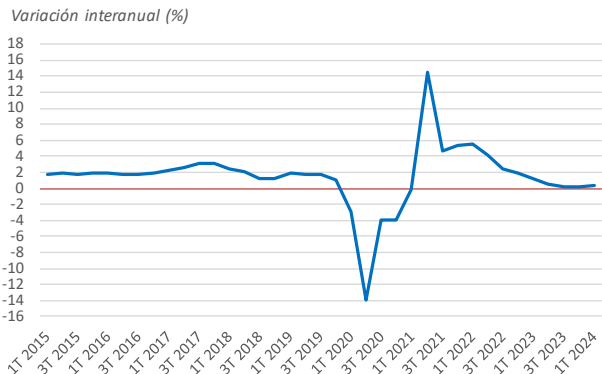
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



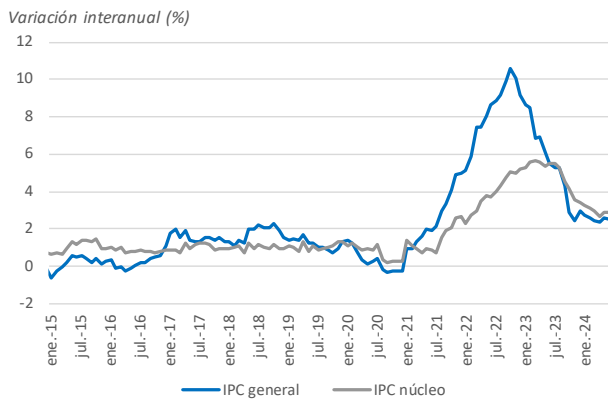
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB



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

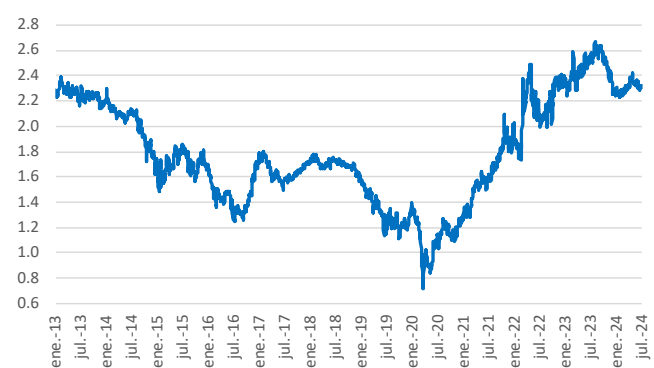
Eurozona: IPC armonizado



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 junio de 2024

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

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