

Nota Breve 28/02/2025

Mercados financieros · El BCE bajará los tipos en marzo, pero su política futura se va volviendo menos predecible

Reunión del 6 de marzo de 2025: qué esperamos

- Preveamos que el BCE baje los tipos de interés en 25 p. b. (*depo* en el 2,50%) en su reunión de marzo, continuando con la distensión monetaria iniciada en 2024 tanto por una inflación que, de acuerdo con lo previsto por el BCE, continúa en su trayectoria hacia el 2%, como por una actividad que sigue dando muestras de debilidad en un entorno incierto con numerosos riesgos.
- Los mercados financieros asignan una probabilidad del 100% a esta reducción e incluso uno de los miembros del Consejo de Gobierno menos favorable a los recortes, el austriaco Holzmann, ha reconocido «cierta probabilidad» de una nueva bajada de tipos en marzo.
- En este contexto, la atención de la reunión y la posterior rueda de prensa se centrará en obtener algo de claridad respecto a próximos pasos. En las últimas semanas, las declaraciones de los distintos miembros del Consejo de Gobierno al respecto están divergiendo a medida que los tipos se acercan a los niveles considerados neutrales (niveles no observables cuyas estimaciones se mueven en un rango relativamente amplio).
- Si bien la mayoría de las estimaciones coinciden en que el tipo neutral no se sitúa por debajo del 1,75%, su nivel máximo sí es más discutido, y los diversos modelos econométricos que manejan el BCE y otros bancos centrales lo sitúan entre el 2,25% y el 3%. Esto supone que, con el próximo recorte, los tipos podrían ya situarse cerca del terreno neutral.
- Otro elemento importante de la reunión será la actualización de la tabla de previsiones macroeconómicas. En vista de que los precios evolucionan en línea con las últimas previsiones del BCE, no esperamos cambios sustanciales en las previsiones con respecto a diciembre de 2024, según las cuales la inflación converge a su objetivo hacia final de año. En cuanto al crecimiento económico, la sorpresa a la baja en el PIB del 4T 2024 (que avanzó solamente un 0,1% intertrimestral frente al 0,2% proyectado por el BCE) sí apunta a una revisión a la baja de la previsión para 2025.

Condiciones económicas y financieras recientes

- La inflación muestra una estabilización en niveles cercanos pero por encima del objetivo: el índice general repuntó levemente hasta el 2,5% interanual en enero, por el repunte de los precios energéticos. La núcleo se mantuvo estable en el 2,7% interanual por quinto mes consecutivo, gracias a unas presiones contenidas en los bienes industriales no energéticos, pero con unos servicios que continúan mostrando resistencia a la baja (3,9% interanual en enero).
- No esperamos cambios sustanciales en las previsiones de inflación para 2025 respecto a las publicadas en diciembre (2,1% la general y 2,3% la núcleo), que suponen la convergencia al objetivo a finales de año. Las previsiones para 2026 y 2027 (promedios del 1,9% y 2,1%, respectivamente) tampoco deberían sufrir grandes cambios.
- La actividad económica en la eurozona continúa muy débil. Los PMI de febrero mostraron un mes más un nivel de expansión pírrico para el conjunto de la eurozona. A la debilidad del sector manufacturero se sumó un sector servicios que, pese a mantenerse por encima del nivel de expansión, sorprendió a la baja por una caída inesperada e intensa en Francia.
- Esperamos que el BCE revise ligeramente a la baja su previsión de crecimiento para el conjunto de 2025, que en diciembre estimó en el 1,1%, asumiendo un crecimiento del 0,2% intertrimestral en el 4T 2024, que finalmente fue 1 décima más bajo (0,1%).
- Desde la última reunión del BCE, los mercados financieros de la eurozona han registrado ganancias en la mayoría de los activos. El precio de la deuda soberana aumentó, haciendo caer su rentabilidad, si bien de forma particularmente intensa en los tramos cortos, causando un leve apuntamiento de curvas. Las primas de riesgo periféricas, por su parte, se han mantenido relativamente estables (leve aumento de la española y la italiana, leve descenso de la francesa o la griega) en un entorno en el que la prima del bono alemán frente al tipo *swap*, considerado sin riesgo de emisor, se ha ampliado hasta máximos históricos.

Los principales índices bursátiles registraron ganancias (las del Euro Stoxx por encima del 3%), mientras que el euro termina prácticamente sin cambios frente al dólar y el resto de sus principales pares. Por último, destacó la fuerte reducción de los precios del gas natural (cercana al -10%), después de que la Comisión Europea anunciase que explorará flexibilizar los objetivos de llenado de inventarios que impone a los Estados miembros de cara al año que viene.

Los mensajes del BCE

- Es probable que el comunicado del BCE deje de indicar que «la política monetaria permanece restrictiva», ya sea eliminando esta referencia o sustituyéndola por una formulación más agnóstica, ya que el debate en torno a si los tipos siguen o no en terreno restrictivo de la actividad se ha avivado en las últimas semanas.
- Los distintos modelos del BCE publicados en los últimos meses estiman un tipo natural que varía en un rango comprendido entre el 1,75% y el 2,25%, si bien otros modelos estiran este límite superior hasta el 3%.¹ Por otro lado, el presidente del Bundesbank, Joachim Nagel, presentó hace unas semanas un rango de estimaciones propias del tipo neutral entre el 1,8% y el 2,5%, incidiendo en que, si el rango superior fuera cierto, nos situaríamos en él con la bajada de marzo.² Isabel Schnabel compartió la cautela de Nagel, mientras que Philip Lane se mostró reacio a poner demasiado énfasis en las estimaciones del tipo neutral debido a la incertidumbre que las rodea.
- Asimismo, los miembros del Consejo de Gobierno también han divergido en su concepción de cómo la reducción del balance puede afectar a la política monetaria en los próximos meses. Cipollone, del Banco de Italia, planteó que la reducción del balance del BCE estaba aumentando la pendiente de la curva de tipos (pues supone un aumento de la oferta de bonos públicos a largo plazo en el mercado, presionando al alza su precio). El banquero italiano planteaba que este fenómeno podría ser otro lastre para la demanda que debiera favorecer unos menores tipos de intervención del BCE. Schnabel, por su parte, considera que la reducción del balance favorece que el tipo neutral se sitúe más elevado.

Perspectivas del BCE a medio plazo

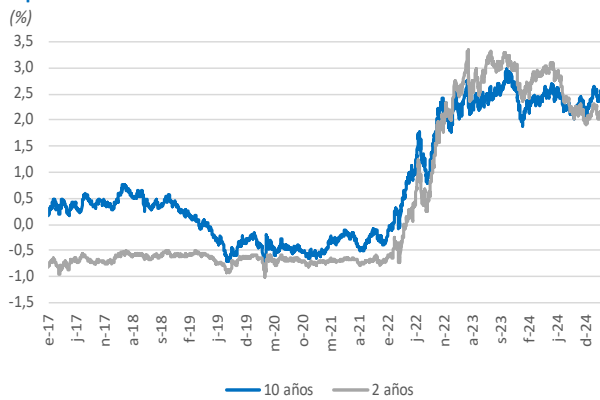
- Prevemos que el BCE recorte los tipos en 25 p. b. en marzo. Aunque la velocidad o frecuencia de las bajadas pueda volverse menos clara a partir de entonces, el contexto apunta a que el Banco seguirá reduciendo los tipos de interés en los próximos meses. Así, esperamos que estos se sitúen, antes de finalizar el año, hacia el límite inferior del rango de las estimaciones del tipo neutral ya mencionadas.
- Los implícitos del mercado monetario cotizan actualmente una visión similar, y asignan un 70% de probabilidad a que el BCE vuelva a bajar tipos en abril. Por otro lado, la cotización para final de año descuenta al momento de escribir estas líneas que los tipos se sitúen por debajo del 2% (1,75%).
- Nuestra previsión encuentra riesgos en ambos sentidos en el actual entorno geoeconómico, ya que tanto la amenaza arancelaria de Trump hasta cómo se configure el eventual acuerdo de paz que se pueda alcanzar en Ucrania podrían generar debilidad de demanda e impulsos inflacionarios simultáneamente, lo que dificulta la toma de decisiones del BCE.
- Entre los riesgos de que los tipos permanezcan más elevados, una rápida escalada arancelaria entre la UE y EE. UU. o una renovada persistencia de la inflación de servicios, podrían hacer que el BCE no recorte más allá del 2,50%. Por otro lado, una desaceleración económica en la eurozona más pronunciada de lo previsto podría, eventualmente, llevar el tipo *depo* por debajo de los niveles mínimos de neutralidad. Los riesgos arancelarios de la Administración Trump parecen ahora una mayor amenaza para el crecimiento económico que en enero, extremo que podría contemplar el balance de riesgos del comunicado del BCE.

¹ Véase: Brand, C., Lisack, N. y Mazelis, F. (2025, February 7). [Natural rate estimates for the euro area: Insights, uncertainties and shortcomings](#). European Central Bank Economic Bulletin, 1/2025.

² Véase: [R* in the monetary policy universe: Navigational Star or dark matter?](#) Joachim Nagel, Lecture at the London School of Economics and Political Science 12.02.2025, Deutsche Bundesbank.

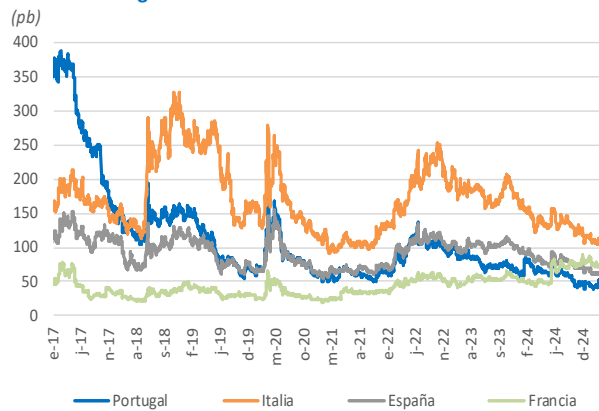
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



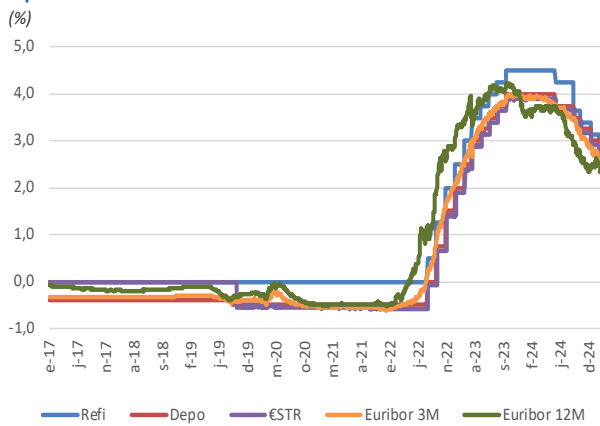
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



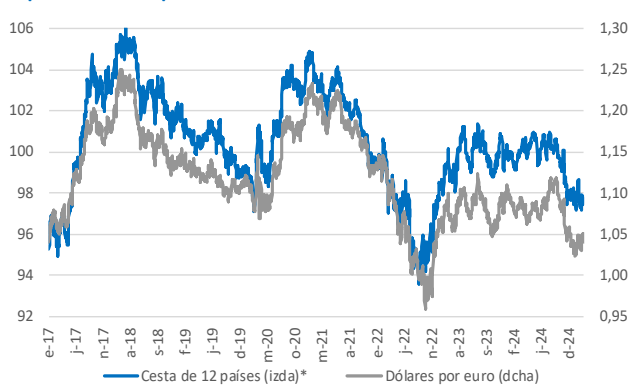
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



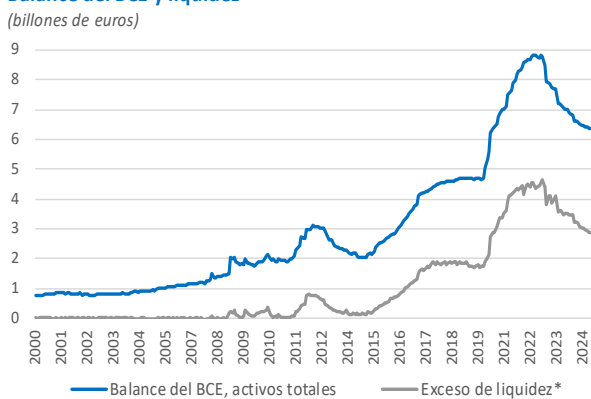
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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.

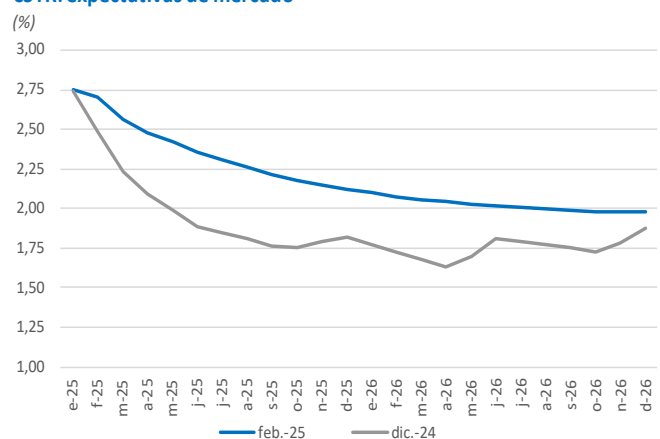
Balance del BCE y liquidez



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.

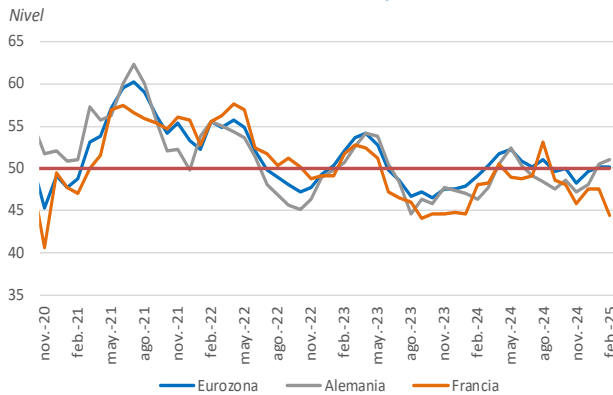
€STR: expectativas de mercado*



Nota: *Forwards para el tipo de interés overnight de la eurozona.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

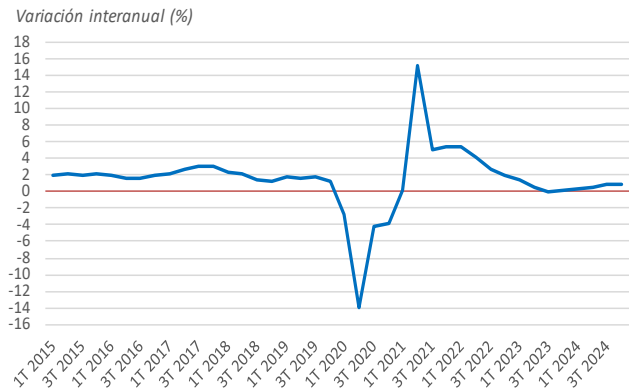
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



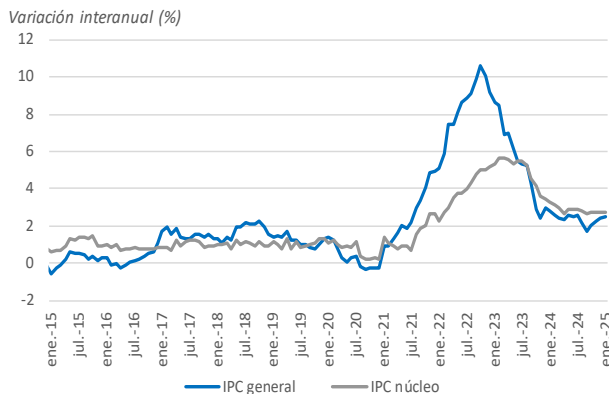
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

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 2024

	2023	2024	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB	0,5	0,7 (0,8)	1,1 (1,3)	1,4 (1,5)	1,3
Inflación general	5,4	2,4 (2,5)	2,1 (2,2)	1,9 (1,9)	2,1
Inflación núcleo	4,9	2,9 (2,9)	2,3 (2,3)	1,9 (2,0)	1,9
Costes laborales unitarios	6,4	4,7 (4,5)	2,6 (2,6)	2,0 (2,1)	2,0
Compensación por empleado	5,4	4,6 (4,5)	3,3 (3,6)	2,9 (3,2)	2,8

Notas: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (septiembre de 2024).

David del Val, 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.