

Nota Breve 30/05/2024

Mercados financieros · BCE: a las puertas de un recorte de tipos y algo más

Reunión del 6 de junio de 2024: qué esperamos

- Salvo sorpresa de última hora, el BCE recortará sus tipos de interés en 25 p. b. (*depo* al 3,75%, *refi* al 4,25%), en una decisión ampliamente descontada por analistas y mercados financieros y que, a juzgar por las declaraciones, tiene el consenso de todo el Consejo de Gobierno (CG).
- Este recorte se apoya en una moderación fuerte y sostenida de la inflación en los últimos trimestres, la confianza en que siga bajando en adelante y la constatación de que el endurecimiento monetario se transmite con fuerza, ha enfriado la economía y ha mitigado los efectos de segunda ronda.
- Estas tres razones son suficientemente sólidas como para que la bajada de junio no sea un recorte puntual, sino que señalará el inicio de una fase de distensión de la política monetaria.
- La duda que el BCE debe clarificar es la velocidad de esta distensión, y todo apunta a que será gradual: (i) es natural que el BCE mantenga un sesgo antiinflacionista tras un largo tiempo de inflación por encima del 2%; (ii) los efectos de segunda ronda son limitados, pero todavía no pueden descartarse (tardan en materializarse, y los datos que los capturan tardan en publicarse); y (iii) la mayor cautela de la Fed no debería comprometer al BCE, pero puede llevarlo a ser más cauto.
- Por otro lado, y más allá de una revisión al alza del PIB en 2024 por un 1T mejor de lo esperado, no prevemos cambios sustanciales en las nuevas previsiones económicas del BCE, que se alimentarán de datos de inflación y actividad más positivos, pero con una curva de tipos algo más restrictiva (*depo* implícito a diciembre de 2024 +30 p. b. vs. curva anterior) y precios energéticos un poco más altos.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación se asienta cerca, pero por encima, del 2%:**
 - En los últimos meses, la inflación general se ha asentado en el 2,4%, el nivel más bajo desde mediados de 2021, mientras que la núcleo (que excluye energía y alimentos) ha bajado a mínimos de preguerra en Ucrania, con un 2,7% el pasado abril. Además, toda una batería de indicadores dibuja una moderación generalizada, aunque no definitiva, de las presiones subyacentes (PCCI: 2,0%; supernúcleo: 2,9%; *trimmed mean* 15%: 2,5%).¹
 - Estos datos refuerzan nuestra visión de 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), y ahora encara una última fase en la que la desinflación final recae sobre precios más inerciales y que, por lo tanto, será más gradual.
 - En esta tercera y última fase, son claves la evolución de los servicios y los efectos de segunda ronda (es decir, el vínculo salarios-márgenes-precios). Los servicios, que son la partida más inercial y sensible al mercado laboral, han empezado a aflojar (3,7% en abril, un mínimo de casi dos años), mientras que los efectos de segunda ronda observados son limitados y los datos sugieren que irán a menos, gracias a menores presiones de los márgenes empresariales y señales de moderación en el crecimiento salarial (indicador de Indeed.com +3,5% en abril vs. tasas entre el 4%-5% en 2023).²
- **La actividad económica mejora:**
 - El PIB de la eurozona avanzó un 0,3% intertrimestral en el 1T, dejando atrás los $\pm 0,1\%$ en los que estaba encallado desde el 4T 2022 y con un desempeño positivo en todas las grandes economías.

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 El indicador de salarios negociados del BCE aceleró en el 1T 2024 hasta el 4,7%. Sin embargo, este repunte no parece señalar una aceleración del crecimiento salarial a futuro, sino que se explica por algunos pagos extra en Alemania. Un indicador de salarios avanzados que elabora el BCE ya anticipaba este rebote temporal hace unos meses y, de hecho, el rebote observado en el 1T terminó siendo menor de lo proyectado. Para los próximos trimestres, este indicador apunta a un crecimiento salarial en cotas parecidas a las actuales pero algo inferiores a las que proyectaba hace unos meses.

- Los indicadores del 2T han consolidado la mejora del 1T. En mayo, el PMI compuesto de la eurozona aceleró hasta los 52,3 puntos (máximo de 12 meses), de la mano de unos servicios cada vez más consolidados en la expansión (53,3 puntos en mayo) y una menor debilidad de las manufacturas (47,4 puntos, un nivel contractivo pero que es el más positivo de los últimos 15 meses).
- Estos datos dan una mayor confianza en la esperada revigorización de la actividad, sustentada en un mercado laboral sólido (desempleo en un bajo 6,5% en marzo), cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares (gracias a la desinflación y el crecimiento salarial) y la expectativa de bajadas de tipos de interés. Con todo, tampoco sugieren una aceleración significativa, sino que se prevé que el PIB se mantenga cerca del 0,3% del 1T en los siguientes trimestres.
- **Condiciones financieras: restrictivas, pero anticipando una distensión gradual:**
 - Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas siguen en niveles históricamente elevados (según datos del BCE, +250 p. b. y +380 p. b. respecto a finales de 2021), pero en los últimos meses se han empezado a moderar (-20 p. b. y -10 p. b. respecto a otoño).
 - El euríbor 12M registró una primera bajada interanual en abril (-6 p. b.) y las cotizaciones financieras apuntan a que seguirá un descenso progresivo en los próximos meses (según las últimas cotizaciones, terminaría 2024 unos 30 p. b. por debajo de su cierre de 2023).
 - Los volúmenes de crédito al sector privado están ganando algo de dinamismo, y aceleraron en abril hasta el 0,9% interanual (vs. 0,4% en enero), según datos del BCE para el conjunto de la eurozona.
 - Los mercados monetarios cotizan un primer recorte de 25 p. b. en la reunión de junio del BCE con casi un 100% de probabilidad, y prevén entre uno y dos recortes más antes de finales de 2024.
 - Desde la reunión del BCE en abril, las principales bolsas europeas han seguido en verde y los tipos de interés soberanos han repuntado entre 10 p. b. y 15 p. b. en el núcleo de la eurozona, mientras que las primas de riesgo de la periferia se han comprimido. A pesar de [la esperada divergencia entre una Fed más cauta y un BCE más decidido a recortar tipos](#), el euro se ha fortalecido frente al dólar (del 1,06 al 1,08) y frente a una cesta amplia de divisas.

Los mensajes del BCE

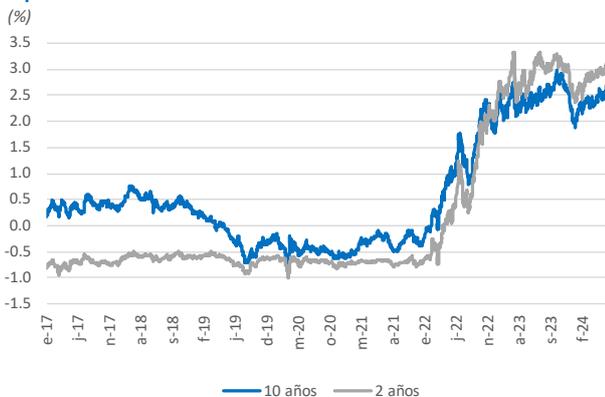
- Desde abril, los miembros del BCE han sido bastante explícitos y coincidentes en el deseo de recortar tipos en junio e iniciar una distensión gradual de la política monetaria. En cambio, ha habido más desacuerdo y menor claridad sobre la velocidad futura de esta distensión.
- Una guía la ofreció el gobernador del Banco de España, Hernández de Cos, recordando en las jornadas del Cercle d'Economia que la curva de tipos que alimentó las proyecciones de marzo era coherente con el objetivo de inflación (curva calculada cuando se cotizaban recortes de 100 p. b. en 2024).
- En cambio, se podrían inferir 75 p. b. de las declaraciones de Klaus Knot, gobernador del Nederlandsche Bank, quien enfatizó el papel clave de las reuniones de junio, septiembre y diciembre, dado que el BCE «depende de los datos» y en esos meses actualizará sus proyecciones macroeconómicas.
- Del mismo modo, Isabel Schnabel (Comité Ejecutivo) dijo que no ve adecuado un segundo recorte de tipos en julio, pero Villeroy de Galhau (Banque de France) defendió no descartar esta bajada.

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, y 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, más allá de junio, prevemos bajadas graduales de los tipos de interés, proyectando un *depo* en el 3,00% a diciembre de 2024 y en el 2,25% a cierre de 2025, en un escenario de política monetaria decrecientemente restrictiva.
- 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.

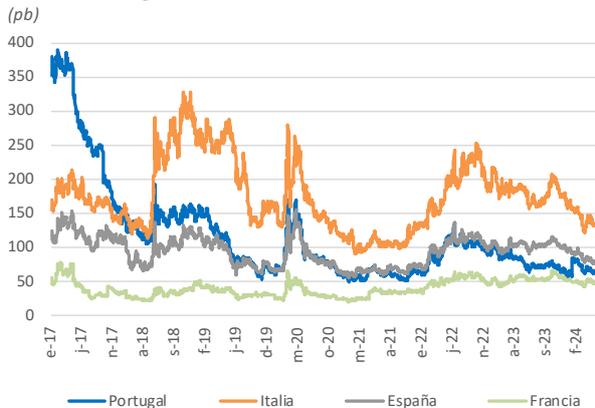
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



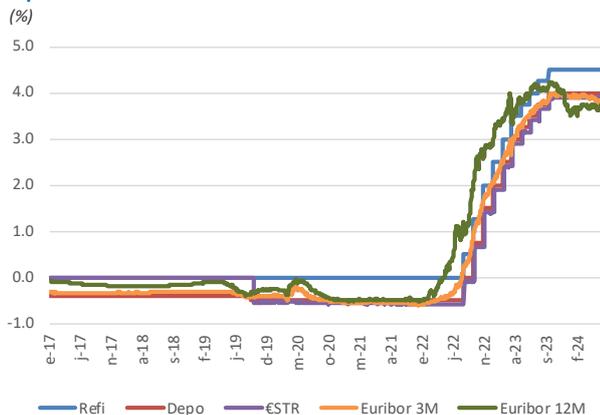
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



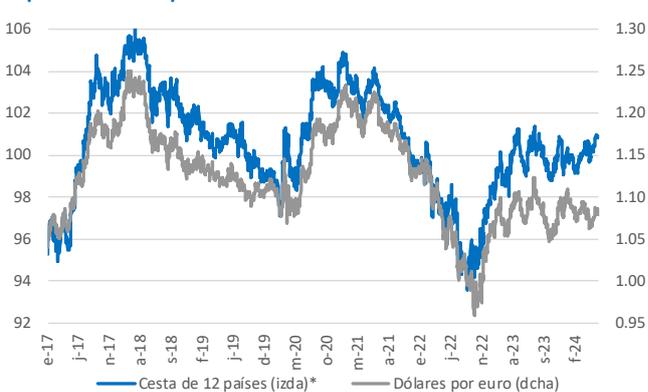
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



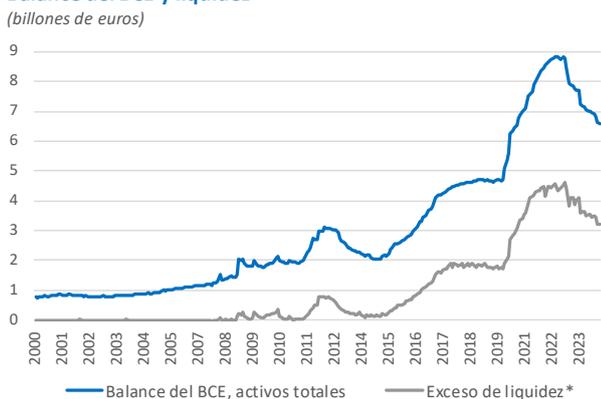
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



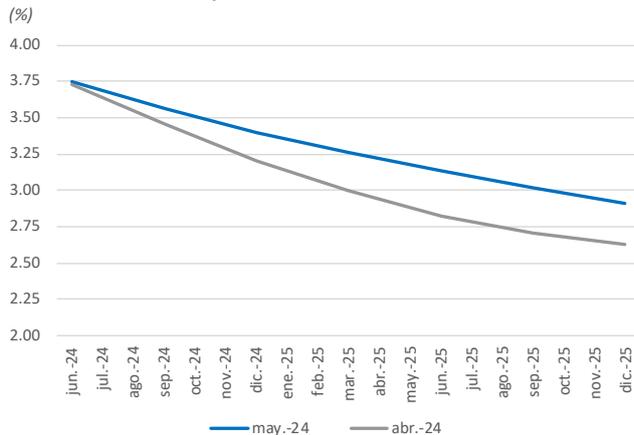
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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.

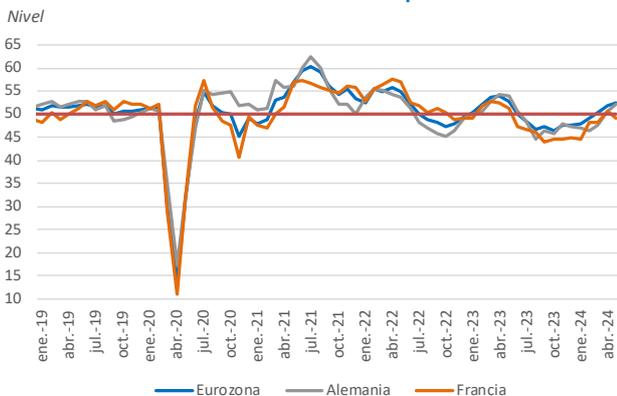
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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



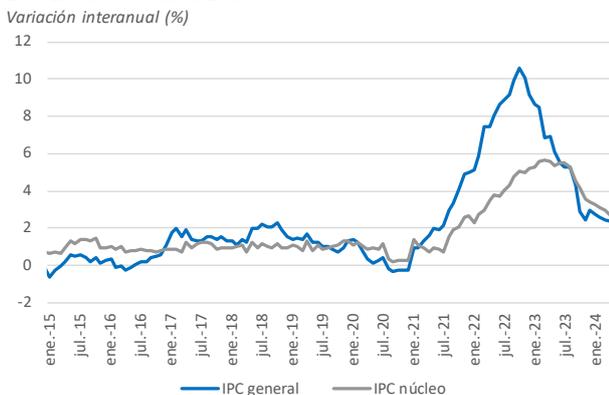
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB



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

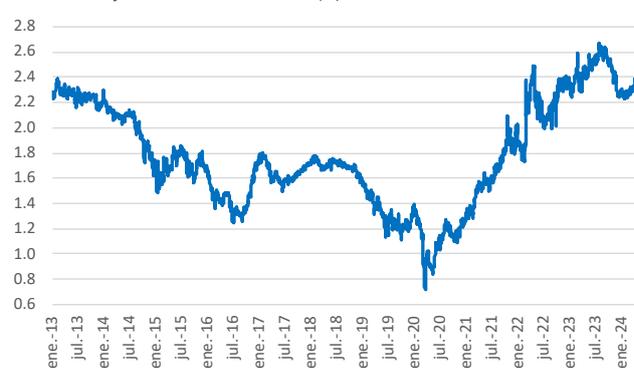
Eurozona: IPC armonizado



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.