

Nota Breve 06/09/2024

Mercados financieros · El BCE comenzará bajando tipos, un curso que se le irá complicando

Reunión del 12 de septiembre de 2024: qué esperamos

- Todo apunta a que el BCE recortará los tipos en 25 p. b. en septiembre (los mercados cotizan un *depo* en el 3,50% y un *refi* en el 4,00% con una probabilidad de más del 99%).
- Tras rebajar los tipos en junio en 25 p. b. y mantenerlos sin cambios en julio, el BCE se emplazó a su reunión de septiembre para evaluar un nuevo recorte en función de los datos que se conocieran. En este sentido, tanto los datos de inflación de agosto como el indicador de salarios negociados correspondiente al 2T han mostrado un descenso en línea con lo que el BCE podría requerir para acometer un nuevo recorte de tipos.
- Sin embargo, es probable que el BCE mantenga su cautela y dependencia de los datos respecto a su política futura, si bien las nuevas previsiones macroeconómicas que se publican en la reunión brindarán un marco para discutirla. El BCE afronta aún una inflación que continúa por encima de su objetivo y con resistencias en partidas inerciales, como los servicios. Esto podría reflejarse en una ligera revisión al alza de sus previsiones para la inflación subyacente que, no obstante, no debería alterar la actual senda de desinflación ni la expectativa de que esta converja a su objetivo del 2% hacia finales de 2025, pero que aconseja igualmente cautela respecto a futuros recortes de tipos.
- Aunque el consenso entre los miembros del BCE respecto al recorte de tipos en la reunión de septiembre es amplio, en la medida que una mayoría considera que la senda reciente de desinflación da margen para acometer esta bajada, este consenso tenderá a desdibujarse a medida que en los próximos trimestres el tipo de intervención se vaya acercando al tipo neutral. Los tipos implícitos del mercado monetario, no obstante, muestran que los inversores descuentan hasta cuatro bajadas en los próximos seis meses con un elevado convencimiento.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La inflación, cada vez más cerca de su objetivo pese a que los riesgos persistan:**
 - La inflación general disminuyó hasta el 2,2% en agosto en el conjunto de la eurozona, mientras que la inflación núcleo (que excluye alimentos y energía) se mantuvo en el 2,8%. Como explicamos en [nuestra Nota Breve](#) sobre la evolución de la inflación, el descenso de la inflación general en el mes (-0,4 p. p.) responde, además de a la notable caída en los precios de la energía (-3,0% vs. 1,2%), a la paulatina moderación de los precios de los bienes industriales no energéticos (0,4% en agosto vs. 0,7% en julio), que apunta a la generalización de la desinflación.
 - De cara a los próximos meses, y en ausencia de nuevas perturbaciones, la evolución de la desinflación seguirá marcada por las mismas fuerzas que se vienen señalando desde principios de año: por un lado, la retirada escalonada de ayudas contra la crisis energética de 2022, que generará efectos base que añadirán volatilidad a los próximos datos de inflación. Por otro lado, el equilibrio entre crecimiento salarial, márgenes empresariales y productividad, y los eventuales efectos de segunda ronda que se puedan producir.
 - En este sentido, los últimos datos muestran una moderación importante y superior a lo anticipado del crecimiento salarial en el 2T (cuando el indicador de salarios negociados avanzó un +3,6% interanual, frente al +4,7% registrado en el 1T).
 - Aunque este indicador no estará exento de volatilidad (el *tracker* de Indeed.com repuntó al 3,9% en junio y se mantuvo prácticamente plano en el 3,8% en julio), todo apunta a que continuará paulatinamente moderándose a medida que los salarios recuperen, al menos en parte, el poder adquisitivo perdido por la inflación de los años anteriores. El BCE contará la próxima semana también con los datos de compensación por empleado que se publican este viernes 6 de septiembre.

- Esta moderación del crecimiento salarial también contribuirá a amortiguar el efecto depresor sobre la productividad que podría tener el todavía dinámico crecimiento del empleo en un contexto de bajo crecimiento económico (los empleados aumentaron un 1,0% interanual en el 2T 2024 frente al 0,6% que lo hizo el PIB; un ritmo que, según apunta el PMI, se habría mantenido relativamente estable en el 3T 2024). Esto debería asimismo favorecer la desinflación y facilitar nuevos recortes de tipos del BCE.
- Por último, 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 muestra renovados signos de flaqueza**
 - Los signos de reactivación del crecimiento de la eurozona de la primavera, que llevaron a una ligera revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB por parte del BCE en junio, se han enfriado ligeramente durante el verano, lo que puede obligar a una revisión, a la baja, de las previsiones del Banco.
 - Todo apunta a que la composición del crecimiento del PIB de la eurozona en el 2T 2024 no resultará particularmente halagüeña para el crecimiento a futuro. Los hogares están destinando la recuperación de poder adquisitivo a aumentar su tasa de ahorro, lo que mantiene las ventas minoristas deprimidas, y es de esperar que lastre el consumo privado, complicando a su vez cualquier recuperación basada en la demanda doméstica. Además, la prolongada debilidad industrial alemana lastró con fuerza la inversión en el país en el trimestre (con una formación bruta de capital fijo que se contrajo un 2,2% intertrimestral en el 2T 2024), lo que debería también repercutir en el conjunto de la eurozona.
 - En lo que llevamos del 3T 2024, aunque el PMI compuesto de la eurozona continúa en terreno expansivo, ha experimentado un paulatino enfriamiento desde mayo, con un repunte en agosto (cuando se situó en 51,2 frente al 51,6 que registró de media en el 2T 2024) que se debió, casi en exclusiva, al dinamismo del indicador de servicios francés gracias a los Juegos Olímpicos.
 - El consenso de analistas espera un crecimiento del PIB del 0,3% intertrimestral en el 3T (mismo registro que en los dos trimestres precedentes), si bien los riesgos para la previsión están sesgados a la baja, y la actual previsión de crecimiento del PIB en 2024 (0,9%) podría revisarse en torno a 1 décima a la baja.
 - En cuanto a las asunciones dentro de la previsión desde la última revisión del cuadro macro, el efecto en la inflación esperada del aumento en los precios del gas natural se debería ver amortiguado por la ligera apreciación del euro y por la caída en el precio del barril de Brent.
 - En adelante, la actividad seguirá contando con el apoyo de un mercado laboral sólido y cierta recuperación del poder adquisitivo (fruto de la inercia del crecimiento salarial y una inflación a la baja), así como de unas condiciones financieras paulatinamente más laxas. No obstante, también persistirán distintos vientos de cara, como una demanda exterior que puede mantenerse deprimida en vista de la debilidad china y las dudas sobre el crecimiento en EE. UU., así como las dilatadas tensiones geopolíticas.
- **Las condiciones financieras a empresas y familias se mantienen planas**
 - Los tipos de interés sobre los préstamos a familias y empresas que empezasen a moderarse a finales de 2023 se han mantenido muy planos en niveles aún elevados en los últimos tres meses (según datos del BCE, en agosto se encontraban en el 3,75% y 5,06%, respectivamente, unos 20 p. b. por debajo del pico de otoño).
 - Los volúmenes de crédito al sector privado siguen mostrando un crecimiento poco dinámico, si bien los últimos datos del BCE para el conjunto de la eurozona muestran una ligera aceleración en el crecimiento anual de los préstamos a hogares y a empresas en julio hasta el +0,5% y +0,6%, respectivamente.
 - Los mercados monetarios cotizan como seguras dos nuevas bajadas de tipos del BCE en septiembre y diciembre (-25 p. b.), y otras dos más en enero y marzo de 2025.
 - Desde la reunión del BCE en junio, el tono de los mercados financieros ha venido marcado por el aumento de la volatilidad en el contexto de baja liquidez del verano, causando una caída de los tipos de interés de la deuda soberana, especialmente en los tramos más cortos (con la rentabilidad del

bono a 2 años alemán cayendo más de 40 p. b. desde el 18 de julio, frente a la caída de 20 p. b. de la referencia a 10 años). En las últimas seis semanas, la bolsa europea presenta unos rendimientos muy planos, con el EuroStoxx 50 registrando una caída del 0,5% desde el 18 de julio. Por países, las mayores caídas las han concentrado la bolsa francesa e italiana (con retrocesos del 1,1% el CAC 40 y el 2,5% el FTSE Mib), mientras que el IBEX 35 o el DAX alemán presentan ligeros avances (del 0,6% y el 1,3%, respectivamente).

Los mensajes del BCE

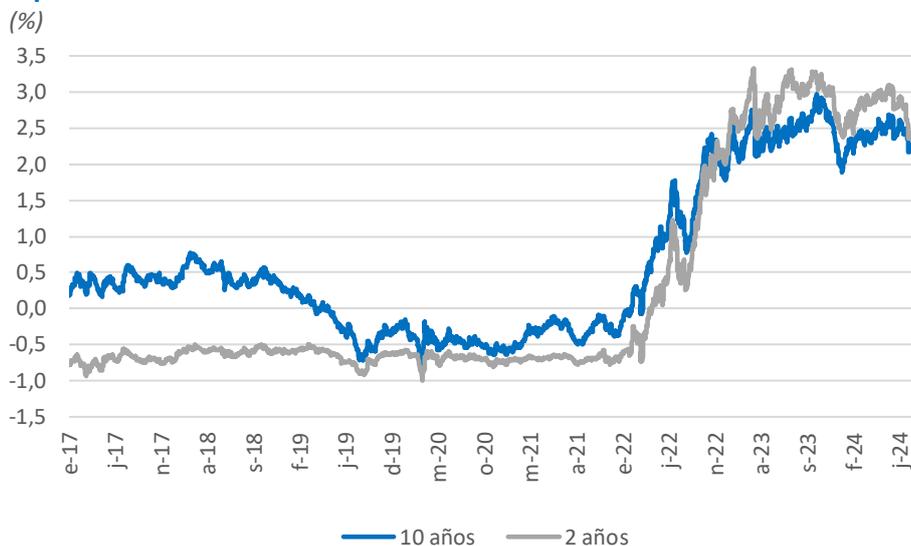
- Parece existir un amplio consenso entre los miembros del Consejo de Gobierno del BCE de que, desde los actuales niveles de tipos, cuentan con recorrido para acometer recortes adicionales, en vista de las mencionadas dinámicas de precios. Diversos gobernadores habitualmente poco proclives a favorecer una política monetaria laxa, como Rehn o Kazaks, se han mostrado a favor de un recorte de tipos en septiembre. También Nagel, del Bundesbank, reconoció que la inflación se encuentra en la senda adecuada.
- Sin embargo, como apuntó Isabel Schnabel la pasada semana, a medida que el tipo de intervención se aproxime al tipo neutral, el margen de error del Banco se reducirá, lo que apunta a mayores discrepancias en el Consejo de Gobierno a partir de la primavera.

Perspectivas del BCE a medio plazo

- Buscando un equilibrio entre la fuerte desinflación conseguida y el magro crecimiento de 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 continuará buscando 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 llevarían el tipo *depo* al 3,25% a diciembre de 2024, al menos hasta el 2,50% a cierre de 2025, y al 2% en 2026.
- 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 (comenzó en julio con reinversiones parciales, dejando vencer 7.500 millones de euros/mes, y se acelerará en 2025 con reinversiones cero).

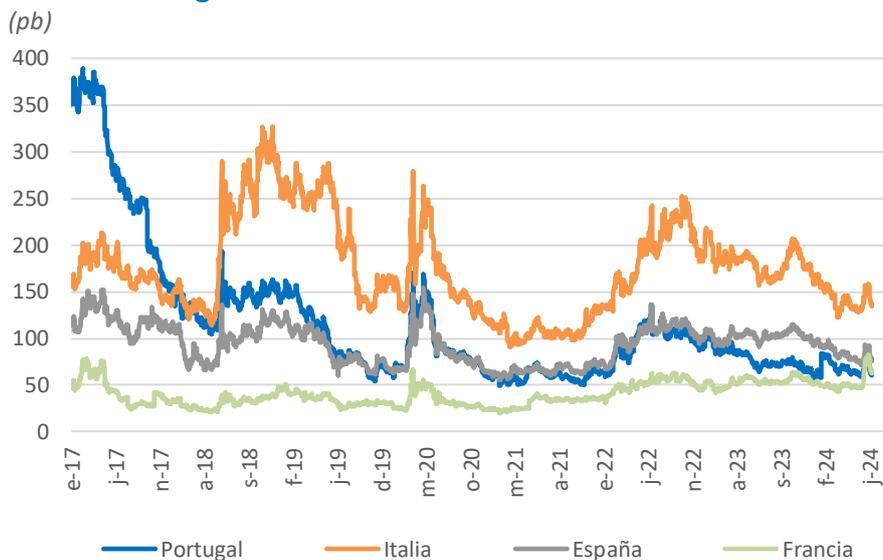
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



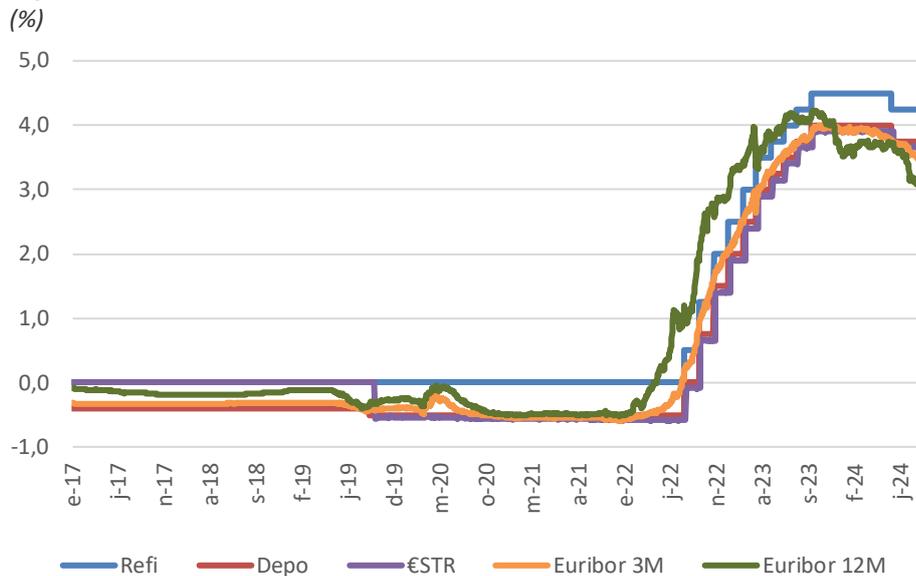
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



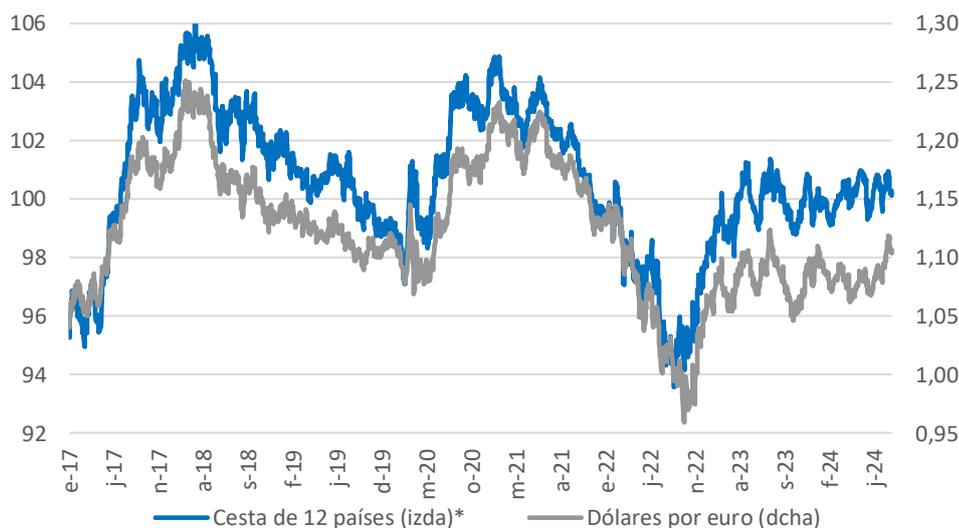
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

Tipos de cambio para la eurozona

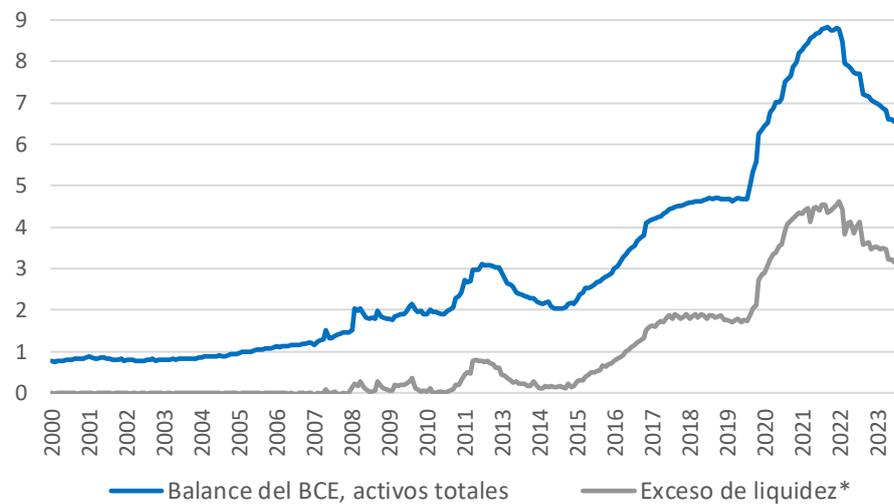


Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Balance del BCE y liquidez

(billones de euros)

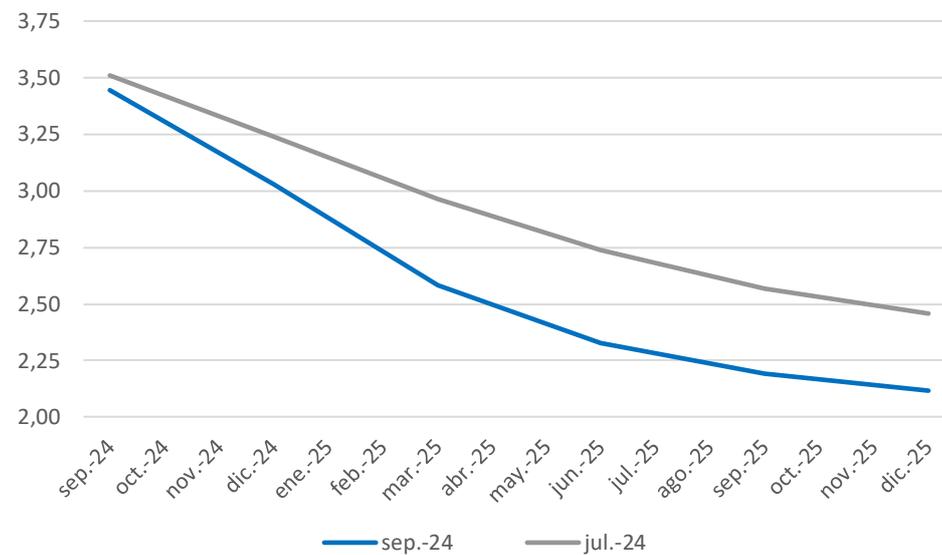


Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

(%)



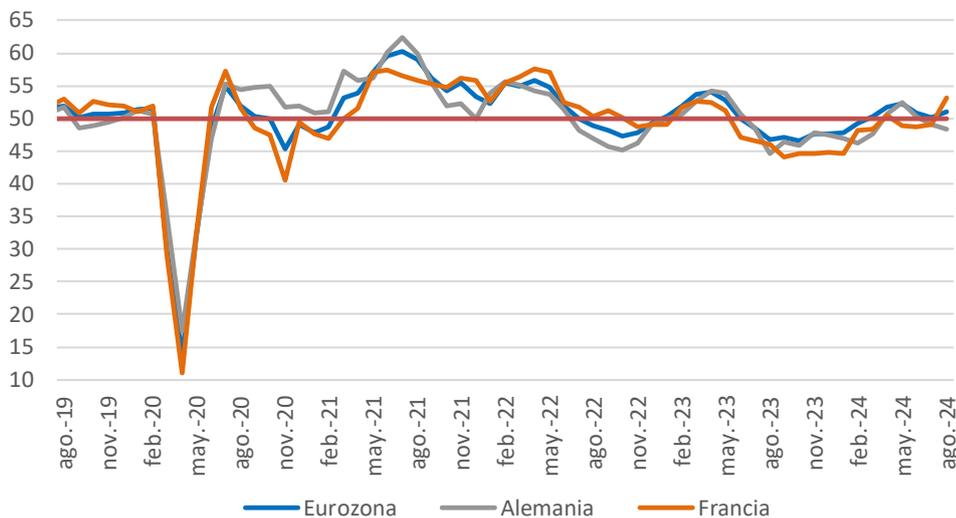
Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

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

Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

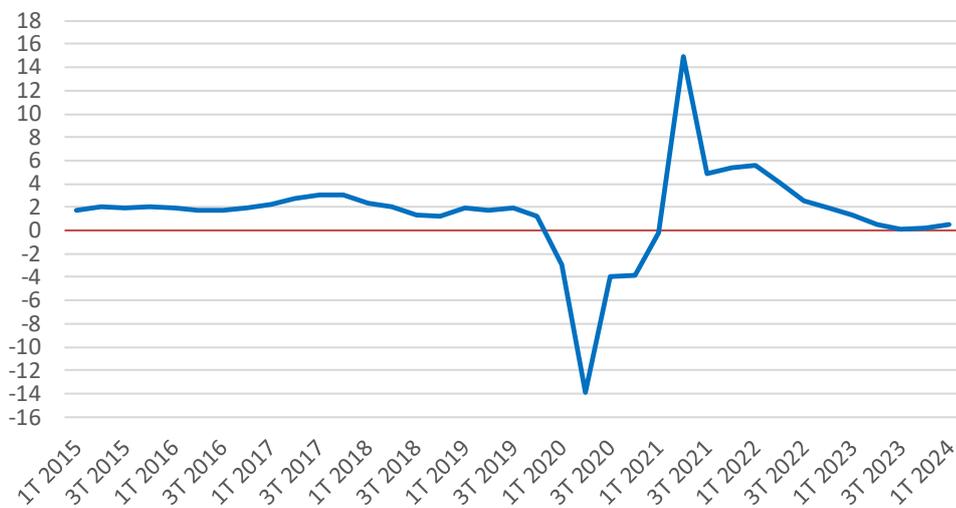
Nivel



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

Eurozona: PIB

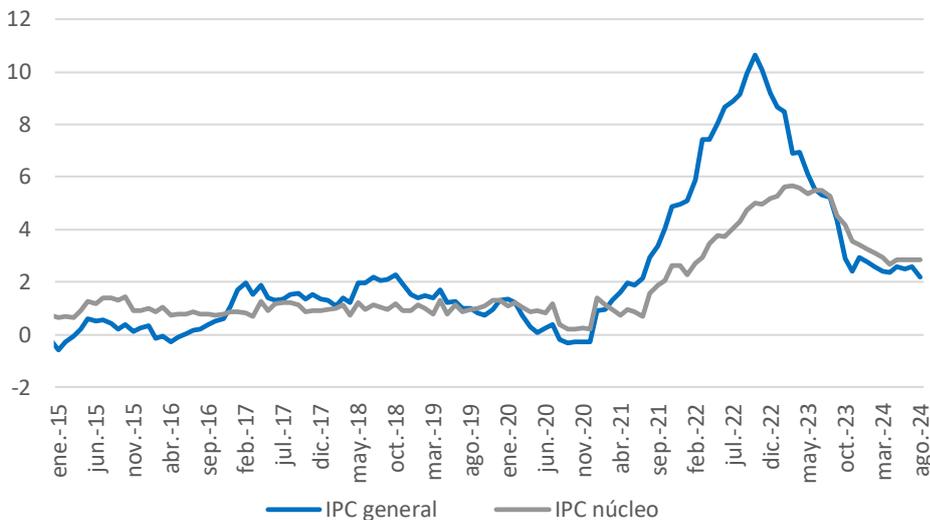
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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).

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.