

**Bancos Centrales**

# El BCE y las incógnitas de la inflación

Expansión (España)

**Miguel Jiménez**

El BCE bajará muy probablemente sus tipos de interés en su reunión de política monetaria de esta semana. Es una decisión descontada desde hace tiempo, sugerida en las reuniones precedentes, e incluso claramente aceptada en sus declaraciones por los miembros más *hawkish* del Consejo de Gobierno. Estando ya la inflación en una senda descendente y dado el escaso crecimiento de la eurozona, es el momento de empezar a moderar unos tipos en máximos históricos (el tipo de depósito, el de referencia ahora mismo, en el 4%).

Los datos de crecimiento del PIB del primer trimestre del año han sido mejores de lo previsto, un 0,3% trimestral, bien distribuido entre la mayoría de los países, incluido Alemania. Los servicios son parte de la explicación del buen resultado, aunque también las manufacturas se están recuperando tímidamente por la demanda externa. Da la impresión que, tras una larga espera de año y medio, la eurozona empieza su recuperación.

Por el lado de la inflación, en el primer trimestre del 2024 ha habido sorpresas al alza, pero los datos de abril han sido algo mejores, con la inflación subyacente mensual desestacionalizada (una buena manera de mirar al corto plazo y abstraerse de los efectos base) muy baja (0,1%), aunque habrá que ver si la mejora se mantiene.

Pero el interés no va a estar en la bajada de junio, sino en cuál va a ser la senda de reducciones adicionales por parte de la autoridad monetaria. El mercado está esperando dos recortes este año de 25 puntos básicos; los analistas, algo más. Lo que parece claro es que, de momento, los miembros del Consejo no se quieren comprometer con el resto del año, y se apuntan al mantra de “dependerá de los datos” para cubrirse ante la elevada incertidumbre que rodea a la inflación. La clave será si la inflación subyacente, y dentro de ella la de servicios, la que más preocupa, va a bajar a un ritmo adecuado o se mantendrá relativamente estancada. Ligado a ella, el BCE está siguiendo muy de cerca el crecimiento salarial, y de hecho el motivo aducido desde principios de año para esperar hasta junio a empezar el nuevo ciclo era asegurarse de que no se aceleraban. Y el último dato de salarios negociados en la zona euro publicado hace dos semanas, pese a ser ligeramente más alto de lo previsto, no ha generado especial preocupación en el BCE, lo que apunta a cierta confianza en que la desinflación continuará.

No obstante, hay muchos elementos de incertidumbre sobre el ritmo de desinflación en los próximos trimestres y, por tanto, de la velocidad de aterrizaje de los tipos de interés y su nivel de llegada. Hemos vuelto a un mundo de elevada inflación por una tormenta de shocks de oferta negativos (COVID, cuellos de botella, guerras en Ucrania y Oriente Próximo), a lo que se une un entorno mucho más proteccionista que añade presiones a los precios. Ante ello, los agentes económicos han recuperado la memoria de la inflación, con mecanismos de indiciación casi olvidados durante 30 años, por lo que los efectos de segunda ronda sobre salarios y beneficios están ahí, pero su magnitud y duración son inciertas. Sobre todo, si consideramos además que la economía ha experimentado importantes cambios estructurales en muchas áreas: reformas en los mercados de trabajo, en la política monetaria (y por tanto en la formación de expectativas) y nuevo rol de la política fiscal, y variaciones profundas en el panorama energético, por citar algunos. En principio, estos cambios apuntan a un efecto temporal de las presiones inflacionistas, pero es lógica la cautela de los banqueros centrales ante la nueva situación.

En definitiva, esperamos una reunión relativamente tranquila esta semana, con el recorte casi prometido de 25 puntos básicos y con una comunicación hacia el futuro que seguirá enfatizando la dependencia de los datos. Habrá que estar atentos a nuevas pistas sobre las siguientes bajadas. Dentro de unos meses, cuando tengamos más claro el panorama sobre crecimiento e inflación, se podrá ver si el BCE toma más riesgos y acelera los recortes, o si actuará de manera más gradual para asegurarse la consolidación de la inflación.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)