

Nota Breve 22/07/2021

Mercados financieros · La nueva estrategia del BCE aleja la subida de tipos

Puntos clave de la reunión del 22 de julio de 2021

- El BCE ha cambiado la orientación futura (*forward guidance*, en inglés) sobre los tipos de interés para adaptarla a la nueva estrategia (recordemos, con un objetivo de inflación simétrico al 2%). Con la nueva *forward guidance*, antes de que se produzca el primer incremento de los tipos de interés, será necesario que se proyecte una inflación en el 2% a un horizonte cercano (por ejemplo, no más tarde de un año) y que se mantenga en esa cota de manera sostenida. Además, también deberán observarse datos que corroboren la recuperación de la inflación hacia el objetivo. Es decir, **el BCE ha alejado la expectativa de la primera subida de tipos**.
- El resto de las herramientas de política monetaria se mantienen inalteradas: el tipo depo se mantiene el -0,50% y las compras de activos netas dentro del PEPP y el APP se mantienen en 80.000 y 20.000 millones de euros al mes, respectivamente.
- No hubo cambios en la valoración del escenario económico: la actividad está rebotando con fuerza en los trimestres centrales del año y el repunte de la inflación está basado en elementos transitorios que en 2022 se habrán desvanecido.
- Con todo, pese al cambio en la comunicación, el tono del BCE continúa siendo el mismo: es imperioso mantener las condiciones financieras muy relajadas para apoyar la recuperación económica y poder alcanzar el objetivo de inflación. Así, prevemos que **los tipos de interés continuarán en niveles mínimos y que el BCE mantendrá su presencia en el mercado secundario de bonos soberanos durante años**.

Los detalles del escenario económico

- Lagarde destacó que la actividad económica en la eurozona está rebotando con fuerza en el 2T y en el 3T y lo está haciendo de forma generalizada entre sectores. Así lo sugieren tanto los indicadores de actividad de la industria, pese a los cuellos de botella, como los de servicios, especialmente favorecidos por el progreso de las campañas de vacunación y el levantamiento de medidas de confinamiento.
- Sin embargo, Lagarde remarcó que todavía queda camino por recorrer antes de recuperar los niveles de actividad previos a la pandemia, pues actualmente hay 3,3 millones de trabajadores menos que a finales de 2019. En este sentido, **el BCE estima que el PIB alcanzará el nivel pre-pandemia en el 1T 2022**.
- El BCE continúa viendo los riesgos equilibrados. En positivo, el BCE señaló que el consumo doméstico podría exhibir una recuperación más dinámica de lo esperado, mientras que, en negativo, Lagarde listó la evolución de la pandemia y los cuellos de botella como amenazas para el crecimiento en el corto plazo.
- El escenario para la inflación se mantuvo sin cambios también: **el repunte actual es transitorio y, aunque en la segunda mitad del año debería ir a más, en 2022 los elementos que empujan al alza la inflación habrán desaparecido**. Además, pese al repunte moderado de las expectativas de inflación de medio y largo plazo, estas se mantienen lejos del 2%.

La nueva *forward guidance*

- El acuerdo entre los miembros del Consejo de Gobierno (CG) sobre la nueva estrategia fue unánime, así como la voluntad de ajustar la *forward guidance*. Sin embargo, según declaró Christine Lagarde, algunos pocos miembros estuvieron en desacuerdo con lo finalmente publicado en el comunicado de hoy.
- La nueva *forward guidance* explicita que el BCE mantendrá los tipos de interés en el nivel actual, o inferior, hasta que se cumplan todas las siguientes condiciones: (i) las propias previsiones macroeconómicas del BCE apunten a una inflación del 2% antes del final del horizonte de proyecciones (habitualmente, 3 años), (ii) las previsiones de inflación del BCE se mantengan en ese nivel durante el resto del horizonte, y (iii) el CG juzgue, a partir de los datos observados, que las presiones inflacionistas

subyacentes exhiben una dinámica coherente con mantener la inflación en torno al objetivo en el medio plazo. Además, el BCE señaló que está dispuesto a tolerar un periodo transitorio en el que la inflación fluctúe moderadamente por encima del 2%.

- Pese a que el BCE anunció en su nueva estrategia que pretendía ser más claro y fácil de entender, nuestra visión es que la nueva *forward guidance* sigue presentando un grado de complejidad destacable. Desciframos algunas de las claves:
 - “...antes del final del horizonte de proyecciones, se mantenga en ese nivel durante el resto del horizonte...”: Lagarde explicitó en la rueda de prensa que aquí se refiere a algún punto medio en el horizonte de proyecciones. Por ejemplo, actualmente las proyecciones del BCE se muestran para 2021, 2022 y 2023, por lo que para ver un aumento (hoy) en los tipos de interés necesitaríamos observar, al menos, la inflación en el 2% en 2022 y 2023.
 - “...el CG juzgue, a partir de datos observados, que las presiones inflacionistas subyacentes exhiben una dinámica coherente con mantener la inflación en torno al objetivo en el medio plazo.”: esta parte de la *forward guidance* hace referencia a los indicadores que muestran que el aumento de la inflación no es transitorio, como los salarios o la inflación subyacente.

Es muy destacable que el BCE destaque que debe observarse en los datos, pues implica que no será suficiente con que las proyecciones apunten a un rebote de los precios, sino que el BCE esperará a que esta previsión se esté materializando en la realidad. Asimismo, “juzgue” apunta a que el CG continuará manteniendo ciertos grados de libertad y que no actuará mecánicamente según marquen las publicaciones de datos.

- En comparación con el comunicado anterior, y asumiendo las mismas previsiones de inflación para la eurozona, **esta nueva *forward guidance* aleja todavía más la primera subida de tipos**. Sin embargo, al ser preguntada por esta cuestión, Lagarde dijo que este cambio no significaba *low for longer* (bajos por más tiempo), sino que pretendía evitar una retirada prematura de los estímulos monetarios.

Compras de activos y tipos de interés oficiales

- El tipo de interés de la facilidad de depósito se mantiene en el -0,50%, el tipo refi en el 0,00% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 0,25%.
- Habida cuenta que la lectura del escenario macrofinanciero se mantuvo sin grandes cambios, el BCE no modificó el resto de sus herramientas. Seguirá adquiriendo 80.000 millones de euros mensuales en activos con el PEPP durante el 3T. Más adelante estimamos que gradualmente moderará este ritmo para finalizar las compras netas en marzo de 2022. Las compras netas del APP se mantienen en 20.000 millones de euros mensuales. Creemos que cuando finalice el PEPP, o bien el APP ganará cierto protagonismo o bien el BCE creará un nuevo programa para facilitar una reducción suave de las compras netas de activos que ahora realiza cada mes con el PEPP y el APP.

Reacción de los mercados

La comunicación *dovish* del BCE, que aleja todavía más la expectativa de la primera subida de tipos, ha sido recibida con calma por los mercados. Sin grandes estridencias, los tipos soberanos del núcleo de la eurozona flexionaron a la baja, así como las acciones de las empresas del sector financiero, que deshacían las ganancias acumuladas desde el inicio de la sesión. Los índices bursátiles en su conjunto se han contagiado de este movimiento, aunque en el conjunto del día se mantienen en el verde.

Ricard Murillo Gili, 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.