

Nota Breve 28/10/2021

Mercados financieros · El BCE mantiene el rumbo pese a las presiones inflacionistas

Puntos clave de la reunión del 28 de octubre de 2021

- **El BCE no ha modificado ni los tipos de interés oficiales ni el ritmo de compra de activos** y se mantiene confiado en que los factores que están empujando al alza la inflación son transitorios y se desvanecerán a lo largo de 2022. No obstante, **Christine Lagarde reconoció que los cuellos de botella en el mercado laboral y en la oferta de insumos y materiales durarán más de lo inicialmente esperado.**
- En este sentido, **el BCE espera que la inflación aumente más en el 4T21 pero que vaya disminuyendo gradualmente durante 2022.** Así, a diferencia de las expectativas cotizadas en los mercados financieros, Lagarde espera que a medio plazo la inflación se mantenga por debajo del 2% y continúe siendo necesario ofrecer un entorno financiero acomodaticio.
- Asimismo, la visión del BCE para el conjunto de la economía continúa siendo positiva y reconoce que la recuperación de la actividad económica está siendo robusta, aunque ha moderado el vigor de los trimestres anteriores. Pese a asegurar que los riesgos sobre el escenario están equilibrados, **Lagarde dijo que las disrupciones en la oferta están nublando las perspectivas para los próximos trimestres.**

La lectura del escenario económico y financiero

- En su lectura del escenario macroeconómico, la presidenta del BCE explicó que la economía se está recuperando todavía con fuerza, aunque el *momentum* de los trimestres anteriores se ha moderado. Una de las principales causas de esta desaceleración es el desajuste entre la creciente demanda y la limitada oferta y los consecuentes cuellos de botella, que han resultado en un encarecimiento en los costes de producción. Con todo, el BCE espera que el PIB de la eurozona alcance su nivel previo a la pandemia a finales de este año.
- Lagarde enfatizó que en la reunión del Consejo de Gobierno se habló de “inflación, inflación e inflación”, aclarando, no obstante, que el BCE se mantiene confiado en que la naturaleza de los elementos que la mantienen elevada es transitoria:
 - **Los precios energéticos**, que explican alrededor de la mitad del aumento de la inflación de septiembre, están repuntando por diversos factores, como problemas de suministro en las infraestructuras energéticas de Noruega, una menor oferta de gas proveniente de Rusia o las condiciones meteorológicas.
 - **Elementos derivados de la reapertura de la actividad económica**, que aumentan la demanda de bienes y servicios a un mayor ritmo del que la oferta puede abastecer. Lagarde explicó que el BCE ha realizado una encuesta a empresas de distintos sectores y su conclusión es que este desajuste durará más de lo inicialmente esperado pero que se resolverá durante 2022.
 - **Efectos base**, entre los que más destaca el derivado de la rebaja del IVA en Alemania en la segunda mitad de 2020 (Lagarde apuntó que en enero la inflación debería caer 0,5 puntos porcentuales por este factor).
- Así, el BCE estima que la inflación se mantendrá todavía por debajo del 2% en el medio plazo y que, para disminuir la capacidad inutilizada del mercado laboral y el conjunto de la economía, será necesario mantener las condiciones financieras acomodaticias. En este sentido, pese al repunte de los tipos de interés soberanos de las últimas semanas, el BCE considera que estas se mantienen favorables.
- Por otro lado, Lagarde se refirió a las expectativas cotizadas en los mercados financieros para la primera subida de tipos del BCE, de 10 p. b. a finales de 2022 y de 25 p. b. para mediados de 2023. En concreto explicó que, si la economía evolucionaba tal y como el BCE espera, la orientación futura sobre los tipos de interés situaría la primera subida de los tipos oficiales en un período mucho más lejano respecto a lo esperado actualmente por los mercados.

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%.
- Todavía con las mismas previsiones macroeconómicas que tras la reunión de setiembre, el BCE mantendrá las compras de activos del PEPP a un ritmo “moderadamente inferior” al visto en el 2T y 3T, alrededor de los 65.000 millones de euros mensuales, mientras que con el APP continuará adquiriendo 20.000 millones de euros mensuales. Lagarde no ofreció muchas pistas sobre el futuro de las compras netas de activos más allá de marzo de 2022, pero dijo que, en su opinión, el PEPP debería cesar entonces.
- El BCE ha pospuesto para la reunión de diciembre las decisiones sobre las principales herramientas de política monetaria, cuando también se actualizará el cuadro de previsiones:
 - En las compras de activos, creemos que el PEPP se cerrará en marzo, pero el APP ganará algo más de importancia y posiblemente pasará de aumentar a un ritmo de 20.000 millones de euros mensuales a 40.000 millones.
 - Sobre las TLTROs, Lagarde aseguró que harán todo lo posible para evitar un efecto “borde del precipicio”. En nuestra opinión, esto podría traducirse, por ejemplo, en una extensión de las bonificaciones a los tipos de interés de la TLTRO aunque seguramente en condiciones no tan favorables como las actuales.
 - En cuanto a los tipos de interés oficiales, no esperamos ningún cambio en todo el horizonte de previsiones, ni que a corto plazo se cambie la orientación futura.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros no han reaccionado de forma significativa a los anuncios del BCE; de hecho, el buen tono en los reportes de resultados empresariales y unos datos sólidos del mercado laboral estadounidense reanimaban el apetito por el riesgo entre los inversores. El comportamiento se reflejaba en una modesta depreciación del dólar estadounidense (que se aproximaba al 1,17 en su cruce con el euro), un avance generalizado en los índices bursátiles y un aumento en la rentabilidad de los bonos soberanos. Los mercados también mantenían inalteradas sus expectativas sobre el inicio de ciclo de subidas de tipos oficiales en la eurozona.

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.