

Nota Breve 21/07/2022

Mercados financieros · El BCE sube tipos en 50 p. b. y presenta el *Transmission Protection Instrument (TPI)*, la nueva herramienta anti-fragmentación**Puntos clave de la reunión del 21 de julio de 2022**

- Tras 11 años sin hacerlo, el BCE ha subido los tipos de interés oficiales y ha decidido hacerlo en 50 puntos básicos, el doble de lo que había comunicado en su reunión anterior, abandonando así los tipos de interés negativos. Este incremento mayor de lo esperado ha sido justificado por la intensificación de riesgos alcistas en la inflación y el apoyo del *Transmission Protection Instrument (TPI)*, la nueva herramienta anti-fragmentación.
- Esta herramienta permitirá al BCE adquirir, bajo discrecionalidad del Consejo de Gobierno, deuda soberana de los países cuyas primas de riesgo aumenten de forma “no deseada o desordenada”. La cantidad de compras no está limitada y las eventuales compras no tendrían un impacto en el tamaño balance del BCE, aunque no se han ofrecido detalles sobre el mecanismo de esterilización.
- El BCE no ha ofrecido muchas pistas sobre cómo esperan que evolucionen los tipos de interés, pues las decisiones se tomarán “reunión a reunión”. Consideran, eso sí, que serán necesarios nuevos incrementos hasta llevar los tipos de interés al terreno neutral, que ni estimula ni contrae la economía. Con estas subidas el BCE espera enfriar la demanda y mantener ancladas las expectativas de inflación alrededor del objetivo del 2%.

La valoración del escenario económico

- Christine Lagarde explicó que la economía de la eurozona se está desacelerando. La guerra en Ucrania, el impacto de la inflación en el poder adquisitivo de los hogares, los cuellos de botella y la incertidumbre sobre el escenario son los principales elementos que están lastrando el crecimiento económico. Pese a no contemplar una recesión ni en 2022 ni 2023, el BCE considera que dominan los riesgos bajistas y ve el escenario “con escasa visibilidad” para la segunda mitad de 2022 y en adelante. Sin embargo, como elementos positivos destacó la fortaleza del mercado laboral, los efectos de la reapertura tras la pandemia, el apoyo de la política fiscal expansiva y el ahorro embalsado de muchos hogares.
- Sobre la inflación, Lagarde se mostró preocupada por las elevadas tasas de los últimos meses y por el traslado de los precios energéticos al resto de componentes de la cesta del IPCA. En el BCE creen que la inflación se mantendrá elevada por la persistencia de estas dinámicas en la energía, los cuellos de botella (pese a algunos signos de mejora) y la debilidad del euro.
- En el medio plazo, consideran que una estabilización de los precios energéticos y la mejora definitiva de los cuellos de botella permitirá al BCE cumplir con el objetivo del 2%. Con todo, los riesgos sobre la inflación se han intensificado al alza, hecho que ha servido como principal justificación para subir los tipos de interés oficiales en 50 p. b. en lugar de los 25 p. b. preanunciados en la reunión de junio.

La subida de los tipos de interés y el adiós a la *forward guidance*

- Los tres tipos de interés oficiales han sido incrementados en 50 p. b. (tipo sobre la facilidad de depósitos en el 0%, sobre las operaciones de refinanciación en el 0,5% y sobre la facilidad marginal de crédito en el 0,75%). Con esta decisión se han abandonado los tipos de interés negativos con los que el BCE llevaba operando desde finales de 2014.
- De cara a las siguientes reuniones cabe esperar más aumentos en los tipos de interés, aunque el tamaño de los incrementos se decidirá reunión a reunión en función de la evolución de los datos económicos y sin una *forward guidance*. Es probable, viendo la decisión tomada hoy, que el BCE decida realizar subidas de tipos similares a la de hoy en la reunión de septiembre y octubre. De este modo, el BCE podría ganar cierto margen de maniobra en caso de que los riesgos sobre el escenario se acabaran materializando y fuese necesario relajar la política monetaria en el medio plazo.

El Transmission Protection Instrument (TPI)

- Con este programa el BCE podrá adquirir deuda pública en los mercados secundarios con vencimientos pendientes de entre 1 y 10 años. En caso de decidirlo, se podrá adquirir también deuda privada.
- El volumen del programa no está limitado ex ante y el Consejo de Gobierno se ha dotado de discrecionalidad para decidir en qué momentos realizar las compras de activos. Estas se producirían en momentos donde la prima de riesgo del país o países en cuestión aumentase de forma no justificada por los fundamentales.
- La elegibilidad de los países dependerá de diversos elementos, algunos de los cuales no publicados y otros detallados en un comunicado:
 - No estar sujeto a un procedimiento de déficit excesivo o, estándolo, no haber ignorado las recomendaciones del Consejo Europeo para corregirlo (las reglas fiscales y, por tanto, los procedimientos de déficit excesivo están actualmente en suspenso);
 - No estar sujeto a un procedimiento de desequilibrios macro excesivos o, estándolo, no haber ignorado recomendaciones para corregir los desequilibrios existentes;
 - Valoración positiva de la sostenibilidad de la deuda pública por parte de la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional, el MEDE y el propio BCE;
 - Cumplir con los compromisos del NGEU y las recomendaciones específicas de la Comisión Europea bajo el Semestre Europeo.
- Las compras de deuda bajo el TPI se esterilizarían para que no supongan una expansión permanente del balance del BCE, aunque no se ha especificado el mecanismo.
- Lagarde ha insistido en que el programa será proporcional para evitar problemas con los tribunales, y que preferiría no tener que usar esta herramienta. Explicó que la primera línea de defensa contra el repunte de las primas de riesgo son las reinversiones flexibles del PEPP y que también está el viejo programa OMT. Con todo, ha asegurado que en caso de tener que usar la herramienta no habría dudas sobre hacerlo de forma contundente.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros reaccionaron inicialmente al comunicado de prensa con alzas en la deuda soberana del núcleo de la eurozona (por la sorpresa de +50 p. b. en la subida en lugar de +25 p. b.), con una ligera caída de las primas de riesgo periféricas (aunque no suficiente para compensar el alza iniciado esta mañana con la dimisión de Mario Draghi) y con una modesta apreciación del euro. Sin embargo, durante la rueda de prensa, donde Christine Lagarde no se comprometió de cara a las siguientes subidas de tipos y utilizó un tono sombrío para describir el escenario económico, se deshizo el aumento de los tipos de interés de la deuda alemana a 10 años, el euro se mantuvo plano contra el dólar y las primas de riesgo se ampliaron moderadamente. Los índices bursátiles, por su parte, tuvieron un comportamiento mixto 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.