

Nota Breve 27/10/2022

Mercados financieros · El BCE, a lo *fast & furious*

Puntos clave

- Lo que en otro momento hubiera sido un gran campanazo, hoy se quedó en una decisión casi cantada: por segundo mes consecutivo, el BCE subió los tipos de interés en 0,75 p. p., en línea con lo esperado y emplazándolos en el 1,50% (tipo depo) y 2,00% (tipo refi), el nivel más elevado desde finales de 2008.
- El BCE también modificó las condiciones de las TLTRO en lo que les queda de vida, de modo que, entre noviembre 2022 y hasta el fin del préstamo, el tipo de la TLTRO será igual al tipo depo vigente en el promedio de este periodo. También se cambia el tipo al que se remuneran las reservas mínimas: antes era el refi, ahora será el depo.
- No hubo decisiones sobre la reducción del balance, pero el Consejo de Gobierno (CG) ya empezó a discutir como rediseñar la estrategia de las reinversiones del APP (habrá más novedades en diciembre, pero pensamos que el proceso en sí no empezará hasta bien entrado 2023).
- El BCE mantuvo una visión sombría de la economía, bien recogida por nuestro índice de sentimiento y en un entorno muy incómodo para la política monetaria: la persistencia de la inflación en niveles indeseablemente altos coexiste con el deterioro de la actividad y la perspectiva de que se debilite más en los próximos meses.



- La estrategia del BCE pasa por abandonar rápidamente la política monetaria acomodaticia, pero sin llegar a situarla en un terreno marcadamente restrictivo. Los 0,75 p. p. anunciados hoy acercan los tipos a los niveles deseados, por lo que el BCE insinuó una desaceleración en el ritmo de subidas en los próximos meses y nosotros esperamos que se frenen en el 1T 2023. En los mercados financieros, esto se reflejó un descenso en la rentabilidad de los bonos soberanos, modesta depreciación del euro y ligero avance en los índices bursátiles.

Escenario económico

- El BCE dibujó un escenario complejo para la economía europea, con una inflación demasiado alta y la desaceleración de una actividad que todavía se debilitará más en los próximos meses.

- Se prevé que la inflación se mantenga por encima del objetivo del 2% durante un buen tiempo. Aunque el grueso de las presiones viene de factores relativamente ajenos al BCE (energía, alimentos, cuellos de botella, desajustes entre oferta y demanda heredados de la pandemia y depreciación del euro), Christine Lagarde alertó del riesgo de una inflación mayor de lo esperado, reflejado en una propagación de las presiones de precios a lo largo de la canasta de consumo.
- Por su parte, la actividad económica se está enfriando (“significativamente”, en palabras de Lagarde) y corre el riesgo de contraerse más de lo esperado, lastrada por la pérdida de poder adquisitivo (inflación), el deterioro de la confianza y las interrupciones en la cadena productiva. En positivo, el mercado laboral se mantiene sólido, aunque Lagarde no descartó un aumento del desempleo si el escenario empeora.

Política monetaria

- Por segundo mes consecutivo, el BCE subió en 0,75 p. p. los tres tipos de interés oficiales y acumula 2 p. p. de aumento desde julio.

Tipos de interés oficiales del BCE

Refi (tipo sobre operaciones de refinanciación semanales)	2,00% (1,25%)
Depo (tipo sobre la liquidez aparcada en la facilidad de depósitos)	1,50% (0,75%)
MLF (tipo sobre la facilidad marginal de préstamos <i>overnight</i>)	2,25% (1,50%)

Nota: Entre paréntesis, tipos vigentes antes de la reunión.

- Las subidas de tipos han sido de una rapidez sin precedentes en la eurozona, pero, aunque Lagarde remarcó que la retirada del estímulo monetario ha sido sustancial, también dijo claramente que el BCE no ha terminado su trabajo y que todavía subirán más los tipos. En diciembre, esperamos un aumento simétrico de 0,50 p. p. en los tres tipos oficiales, aunque prevemos que a principios de 2023, en un contexto de actividad económica más débil, el BCE ralentizará y terminará frenando el ritmo de subidas (véase el [Observatorio BCE del 21 de octubre](#)).
- La propia Lagarde se mostró más ambigua respecto a los movimientos de tipos más allá de diciembre. No descartó que los tipos tengan que subir por encima del nivel que se considera “neutral”, pero recaló que este nivel es incierto y el BCE necesita observar la reacción de la economía para ir descubriéndolo.
- Así, se reiteró la estrategia de ir “reunión a reunión”, siguiendo la evolución de los datos y el escenario económico. Y, en este sentido, Lagarde tuvo un tono relativamente *dovish*, al reconocer que los indicadores de actividad ya se están debilitando, insinuar una rebaja de previsiones macroeconómicas de cara a diciembre (sin llegar a cifras tan negativas como el escenario bajista presentado en septiembre) y recordar que el endurecimiento monetario tarda un tiempo en filtrarse al conjunto de la economía.
- El BCE también modificó las condiciones de las TLTRO, lanzadas en 2019 y que irán venciendo hasta diciembre de 2024.¹ En concreto:
 - A partir del 23 de noviembre 2022 y hasta el fin o repago del préstamo, el tipo de la TLTRO será igual al tipo depo vigente en el promedio de este periodo (en vez del promedio de toda la vida de la TLTRO, como se indicaba anteriormente y que sería sustancialmente menor).²

¹ Cuantitativamente, el mayor vencimiento previsto se concentra en junio de 2023, con unos €1,2 billones, casi el 60% del monto total pendiente.

² Siempre que se haya cumplido con los objetivos de concesión de crédito. En caso contrario, aplicará el tipo refi vigente en el promedio del periodo (o un promedio ponderado entre el depo y el refi cuando los objetivos se hayan cumplido parcialmente).

- Se añaden tres nuevas ventanas para repagar los préstamos antes de su vencimiento.
- Se cambia el tipo al que se remuneran las reservas mínimas: antes era el refi, ahora será el depo.
- El BCE espera que todo ello ayude a reducir el tamaño del balance del BCE, mejore la escasez de colateral y contribuya a incrementar los tipos de interés de mercado.
- Por último, no hubo comentarios sobre el TPI pero Lagarde reconoció que el CG ha empezado a discutir la reducción del balance del banco central (no hoy, sino en un encuentro previo entre gobernadores). Aunque no dio ningún detalle, sí apuntó que habrá una discusión formal sobre la reducción de reinversiones del APP en la reunión de diciembre. Creemos que este proceso podría empezar a mediados de 2023, con una reducción gradual y predecible de las reinversiones del APP, mientras que el BCE seguirá reinvertiendo de forma flexible el 100% de los vencimientos del PEPP hasta finales de 2024.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros recibieron la reunión del BCE con un tono *dovish*, especialmente por la confirmación de que el BCE no está preparado para cambiar su estrategia de reinversión de los activos tanto del APP como del PEPP. El movimiento de mercado también reflejó, posiblemente, una cierta corrección de expectativas, dado que en las reuniones anteriores los inversores habían reaccionado de manera marcadamente *hawkish*. Así, todo ello se transmitió en una caída en la rentabilidad de la deuda soberana, con el bono alemán a 10 años cediendo en torno a 15 p. b. (hasta el 1,9%) tras los anuncios. Por su parte, el euro se depreciaba levemente, en su cruce con el dólar en torno a la paridad. Los índices bursátiles revertían las caídas (+0,2% para el Euro stoxx 50).

Adrià Morron Salmeron, 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.