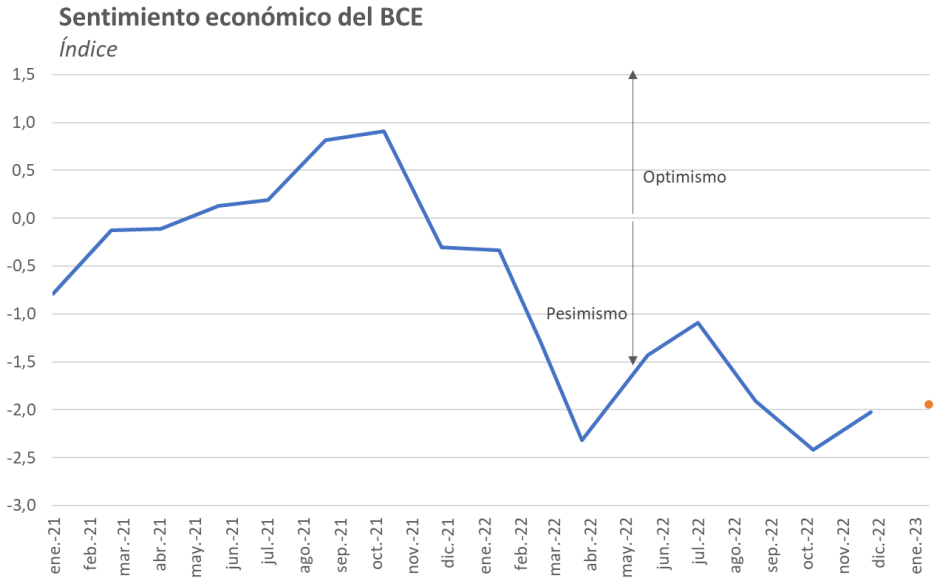
Nota Breve 02/02/2023

Mercados financieros · El BCE se compromete con los 50 puntos básicos

Puntos clave

- El BCE subió sus tipos de interés oficiales en 50 p. b. en la reunión de febrero y, además, dijo sin tapujos que quiere volver a incrementarlos en 50 p. b. en marzo.
- Lejos de ser una sorpresa, la decisión fue acorde con lo que el BCE ya había avisado en diciembre, estuvo respaldada por un "acuerdo general" entre los miembros del Consejo de Gobierno (CG) y, según señalaron, refleja la necesidad de luchar contra una inflación indeseablemente elevada.
- El CG ve una actividad económica más resiliente de lo previsto y valora positivamente que la inflación se haya desacelerado en los últimos meses. Estos ingredientes apoyan una mejora en la visión del escenario del BCE (es más, considera que han disminuido los riesgos negativos y que las perspectivas sobre crecimiento e inflación son más equilibradas), pero el tono general del CG sigue siendo poco optimista.
- En particular, Lagarde recordó que, más allá del efecto bajista de la energía, las presiones inflacionistas subyacentes siguen vivas y activas (sus palabras literales fueron "*alive and kicking*"), y prevé que la fortaleza del mercado laboral les dé inercia. Así, reiteró que al BCE todavía le queda trabajo por hacer y, más allá de los 50 p. b. ya telegrafiados para marzo, señaló que las siguientes previsiones macroeconómicas del BCE servirán para calibrar cual es el nivel "suficientemente restrictivo" al que llevar y mantener los tipos de interés (si se va cumpliendo nuestro escenario macroeconómico, esto debería dar lugar a una desaceleración final en el ritmo de subidas entre mayo y junio). De todos modos, Lagarde también reiteró que las decisiones de política monetaria, incluso la ya telegrafiada de marzo, se evaluaran en función a los datos económicos.
- La lectura más optimista sobre el escenario y la posibilidad de que los tipos puedan ser ajustados a un menor ritmo fue recibido en los mercados financieros con subidas generalizadas en los activos de riesgos y una depreciación del euro.



Nota: El índice mide el pesimismo o el optimismo que desprenden los comunicados leídos por el presidente del BCE en la rueda de prensa posterior a cada reunión de política monetaria. El punto naranja corresponde a la última reunión. Pueden consultarse más detalles en el artículo *El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE*, IM11/2019, disponible en www.caixabankresearch.com.
Fuente: CaixaBank Research.

Escenario económico

- El BCE presentó una visión del escenario económico algo más positiva, aunque dentro de un contexto sombrío. En concreto, constata una desaceleración marcada de la actividad y prevé que se mantenga débil en los próximos meses. Pero, frente a los vientos de cara de la elevada inflación, la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania y los efectos del endurecimiento monetario, la actividad contará con la normalización de los cuellos de botella, una mayor seguridad en el suministro energético, la robustez del mercado laboral y la mejora que se empieza a observar en la confianza de empresas y consumidores.
- Respecto a la inflación, el BCE destacó en positivo la caída en los precios futuros de la energía implícitos en las cotizaciones financieras, pero observó que los precios de los alimentos siguen acelerando, que las presiones de precios subyacentes se mantienen fuertes (capturando el filtraje del elevado coste de la energía al resto de la cesta de precios) y que hay una aceleración en el crecimiento salarial.
- En cuanto al balance de riesgos, el BCE también ve una mejora. Aunque siguen dominando las fuerzas negativas (guerra de Ucrania, desaceleración de la economía mundial, nuevas distorsiones en la cadena de suministros por posibles rebrotes de la COVID, mayores precios de las materias primas por la reactivación de China), destaca en positivo la posibilidad de que el *shock* energético se disipe más rápidamente y que ello atenúe las presiones inflacionistas subyacentes.

Política monetaria

- Tras acumular un incremento de 250 p. b. desde el pasado julio, el BCE subió en 50 p. b. los tres tipos de interés oficiales por segundo mes consecutivo.
- El BCE también reiteró su compromiso con seguir aumentando los tipos significativa y sostenidamente. Es más, en un movimiento poco usual, el comunicado oficial explicitó la intención de volver a incrementarlos en 50 p. b. en la reunión de marzo.
- Llegado a ese punto, y coincidiendo con la actualización de su cuadro de previsiones macroeconómicas, el BCE reevaluará los próximos pasos a seguir. Más que el fin del ciclo de subidas, el tono de Lagarde en la rueda de prensa sugiere una hoja de ruta en la que, de cara a mayo, el BCE vuelve a incrementar los tipos, pero a un menor ritmo. De hecho, esta es nuestra visión: después de marzo, proyectamos dos subidas más de 25 p. b. (mayo y junio), para dejar el *depo* en un nivel "pico" del 3,50% en lo que quede de año.

Tipos de interés oficiales del BCE

Refi (tipo sobre operaciones de refinanciación semanales)	3,00% (2,50%)
Depo (tipo sobre la liquidez aparcada en la facilidad de depósitos)	2,50% (2,00%)
MLF (tipo sobre la facilidad marginal de préstamos *overnight*)	3,25% (2,75%)

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

- No hubo grandes novedades respecto al resto de instrumentos de política monetaria (de hecho, el BCE reiteró que ahora mismo los tipos son su principal herramienta). Lagarde recordó que las reinversiones flexibles del PEPP son la primera línea de defensa ante riesgos de fragmentación y transmisión inapropiada de la política monetaria, mientras que renovó su compromiso con el TPI (aunque explicitó que ahora mismo no hay señales que hagan necesario usarlo).

- Sobre el APP, tras haber anunciado el pasado diciembre que en marzo empezará a reducir la cartera de bonos,[1] hoy se precisó que:
  - Las reinversiones que prosigan se repartirán de manera proporcional entre los distintos tipos de activos que venzan (deuda pública, corporativa, etc.) y, dentro de la deuda pública, proporcionalmente entre los distintos países para los que venzan bonos.
  - Dentro de las reinversiones de deuda corporativa, el BCE hará un sesgo en favor de empresas más verdes en términos climáticos.
- Por último, preguntada por el endurecimiento de las condiciones crediticias, Lagarde indicó que, justamente, esto supone una señal de buena transmisión del endurecimiento de la política monetaria.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros reaccionaron a los mensajes del BCE con un tono *dovish*, de la mano de la lectura más positiva del banco central sobre el balance de riesgo en torno a la inflación y, en ese sentido, de la posibilidad de que se acabe acordando una senda de tipos oficiales menor a lo anunciado. De este modo, las expectativas implícitas en los mercados monetarios se ajustaron ligeramente a la baja, cotizando un tipo terminal que se ubica algo por debajo del 3,5%, es decir unos 10-15 p. b. menos que antes de la reunión. Como resultado, la rentabilidad de la deuda soberana se ajustó a la baja (entre unos -20 p. b., hasta el 2,1%, para el bono 10 años alemán y unos -40 p. b., hasta el 3,9%, para el equivalente papel italiano), los índices bursátiles mantuvieron la tendencia alcista (+1,6% para el Eurostoxx 50, 1,4% para el IBEX 35), mientras el euro se depreciaba frente a las principales monedas, en su cruce con el dólar de vuelta al nivel del 1,09 previo a la reunión de la Reserva Federal.

***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.

[1] Recordemos: de todos los bonos en la cartera del APP que venzan entre marzo y junio, el BCE dejará mensualmente 15.000 millones sin reinvertir. Más allá de junio, el BCE mantendrá la misma estrategia, pero pudiendo ajustar el ritmo de los 15.000 millones mensuales.