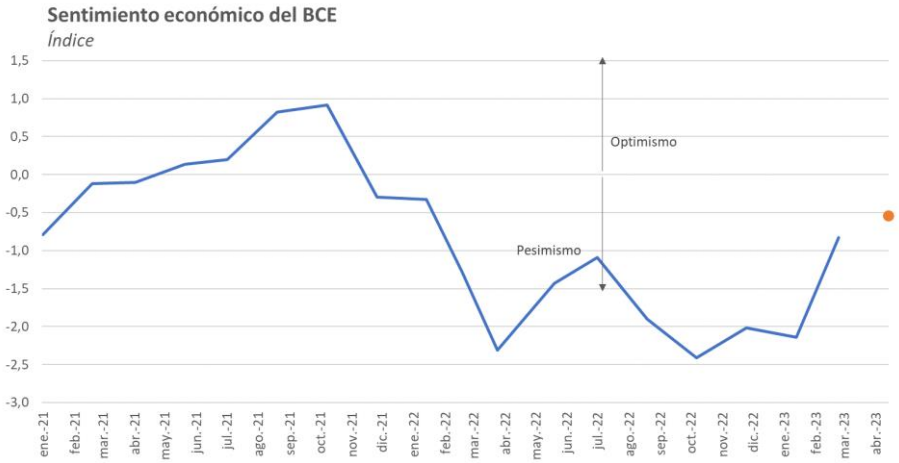
Nota Breve 04/05/2023

Mercados Financieros · El BCE incrementa los tipos en 25 p. b. y señala que las subidas no han terminado

Puntos clave

- Como esperábamos, el BCE volvió a subir tipos, pero a un menor ritmo que en los meses anteriores: +25 p. b., en vez de los 50 p. b. que había implementado en las tres anteriores reuniones.
- Por un lado, el BCE justificó la subida con la evidencia de que la inflación se encuentra demasiado alta (7,0% en abril) y por el temor a que la velocidad de corrección hacia el 2% sea demasiado lenta (se alcanzaría en el año 2025 según el propio BCE). Todo ello en un contexto de actividad resiliente y mercado laboral fuerte.
- Por otro lado, y en línea con el mayor optimismo que recoge nuestro índice de sentimiento, distintos factores han favorecido que la subida de tipos sea menos agresiva que en el pasado:
  1) Los incrementos acumulados en los últimos nueve meses han sido muy notables (+375 p. b.) …
  2) … y con ellos el BCE ha reforzado su credibilidad en la lucha contra la inflación.
  3) Hay muestras crecientes de que el endurecimiento monetario se está transmitiendo al conjunto de la economía real. En concreto, la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE refleja un endurecimiento sostenido de los estándares de concesión de crédito y una debilidad generalizada en la demanda de préstamos.



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.

- El BCE reiteró que, de aquí en adelante, tomará decisiones "reunión a reunión", según los datos económicos y financieros y sus implicaciones para la inflación. Sin embargo, Lagarde dejó claro que todavía queda camino por recorrer y, explícitamente, dijo que todavía no pausarán los incrementos de tipos. En este sentido, desde CaixaBank Research prevemos un nuevo aumento de 25 p. b. en junio.
- Para acompañar este endurecimiento monetario, el BCE también anunció que, a partir de julio, pondrá fin a toda reinversión del APP.[1] La visión del banco central es que el mercado ha absorbido bien la

[1] Entre marzo y junio de 2023, el BCE deja vencer sin reinvertir cerca de un 50% de todos los bonos en la cartera del APP que vencen cada mes (es decir, 15.000 millones mensuales). A partir de julio, dejará de reinvertir el 100%.

disminución del APP implementada hasta la fecha, y merece la pena acelerarla en aras de drenar el exceso de liquidez, complementar la política de tipos y reducir el riesgo del balance del BCE.

Escenario económico

- El BCE sigue muy preocupado con la inflación, y lo ejemplifica bien que las primeras palabras de Lagarde en la rueda de prensa hayan sido "las perspectivas para la inflación siguen siendo demasiado elevadas durante demasiado tiempo".
- Y es que, frente a la corrección de la inflación general de los últimos meses, especialmente por la distensión de los precios energéticos, el BCE ve demasiada fortaleza de las presiones de precios subyacentes y le preocupa la inercia que puedan darle salarios y márgenes.
- Así, y aunque el BCE ha señalado que la evolución reciente de los precios ha ido según lo previsto, en la reunión se remarcó el sesgo alcista de los riesgos que rodean las perspectivas de inflación.
- Por último, en cuanto a las turbulencias desencadenadas por la caída de SVB y el endurecimiento de las condiciones financieras, el BCE lanzó dos tipos de mensajes:
  - Por un lado, puso mucho énfasis en que las turbulencias de la banca regional de EE. UU. no son extrapolables a Europa. Como señaló el vicepresidente De Guindos, las dificultades de algunos bancos en EE. UU. reflejan modelos de negocio idiosincráticos y sujetos a un elevado riesgo de tipo de interés. En cambio, De Guindos destacó los amplios colchones de capital y liquidez en Europa y la relación positiva entre mayores tipos de interés y rentabilidad. Así, el BCE rebajó el tono de preocupación y circunscribió estas turbulencias dentro del mapa de riesgos bajistas.
  - Por otro lado, Lagarde hizo múltiples referencias al endurecimiento de las condiciones financieras que recoge la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del 1T 2023 y remarcó, especialmente, que el tensionamiento en el 1T ha sido superior al que parecía anticipar la Encuesta el trimestre anterior.
- Respecto a la actividad, el BCE presentó una visión positiva para el conjunto de la economía (destacando la resiliencia del PIB a un entorno adverso), pero con sombras en algunos sectores. En particular, el BCE remarcó que los últimos datos de consumo han sido débiles y que, frente al dinamismo de los servicios, la actividad manufacturera sufre cierto deterioro.

Política monetaria

- El BCE subió en 0,25 p. p. los tres tipos de interés oficiales, y eleva el incremento acumulado desde julio hasta los +375 p. b.

Tipos de interés oficiales del BCE

Refi (tipo sobre operaciones de refinanciación semanales)	3,75% (3,50%)
Depo (tipo sobre la liquidez aparcada en la facilidad de depósitos)	3,25% (3,00%)
MLF (tipo sobre la facilidad marginal de préstamos *overnight*)	4,00% (3,75%)

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

- La decisión fue "prácticamente unánime", según dijo Lagarde en la rueda de prensa, pero con matices. Hubo un consenso total en que el BCE debía seguir subiendo tipos, pero Lagarde reconoció que algunos miembros apostaban por un nuevo incremento de 50 p. b. En cualquier caso, Lagarde también señaló que la visión de que el BCE todavía tiene más terreno por cubrir también goza de consenso.

- Respecto a cuanto más pueden subir los tipos, Lagarde dijo, textualmente, que no tienen un número mágico. La visión del BCE es que los tipos ya están en niveles claramente restrictivos, pero todavía no se puede visualizar un impacto en actividad e inflación suficientemente claro como para dictaminar que el nivel es suficientemente restrictivo.

Reacción de los mercados

La subida de 25 p. b. acometida por el BCE, ampliamente descontada por el mercado, ha lastrado levemente el ánimo inversor en una sesión con cierto tono bajista. Pese a afirmar Lagarde que aún hay "terreno por cubrir", los inversores han enfriado un poco las expectativas: si antes de la reunión los tipos implícitos del mercado descontaban un tipo terminal del 3,68 en octubre, y bajadas de tipos a partir de entonces, el mercado descuenta ahora un tipo terminal 10 p. b. inferior, en la misma fecha. Las rentabilidades de la deuda soberana de los países del euro caían tras el anuncio en las referencias a dos años en torno a 5 p. b., mientras que en los tramos más largos experimentaron leves repuntes y ligeras ampliaciones de diferenciales periféricos (en torno a 4 p. b. en las referencias a 10 años). El euro se depreció un -0,5% en su cruce frente al dólar, mientras que los principales parqués bursátiles retrocedían moderadamente (-0,7% Eurostoxx 50, -0,6% el Stoxx Europe 600 y también el Ibex 35). La atención en bolsa, no obstante, sigue centrada en la debilidad de los bancos regionales de EE. UU., con el índice KBW de bancos regionales cediendo en torno a -4,5% en este momento.

***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.