

Nota Breve 16/06/2023

Mercados financieros · El BCE sube tipos sin contemplar aún ninguna pausa**Puntos clave**

- Como esperábamos, el BCE subió en 25 p. b. sus tipos de interés de referencia en su reunión de junio, lo que llevó al tipo *depo* hasta el 3,5%, ante una inflación que permanecerá demasiado elevada durante más tiempo del deseable.
- El tono de la presidenta Lagarde se ha seguido endureciendo respecto a reuniones anteriores. Como viene siendo habitual en el último mes, ha enfatizado que el BCE aún tiene camino por recorrer en su ciclo de subidas y que por ello no contempla, por ahora, ninguna pausa.
- Además, Lagarde ha sido explícita explicando que, salvo que sus previsiones se prueben muy erradas, con muy alta probabilidad el BCE subirá los tipos de interés otros 25 p. b. en la reunión de julio. Esto supone una cierta recuperación de la estrategia comunicativa anterior a marzo, cuando el BCE telegrafió con claridad sus acciones futuras, aunque sin dejar de subrayar la dependencia que tendrá el Consejo de Gobierno de la institución de los datos que se vayan publicando.
- De todo ello parece derivarse que, también en la eurozona, lo más probable es que los tipos de interés se mantendrán más altos durante más tiempo. Además, también la probabilidad de alguna subida adicional de tipos, después del verano, parece ahora mayor que antes de la reunión.
- El BCE reconoce que la transmisión de su política monetaria está impactando en las condiciones crediticias en la eurozona, tanto a través de la oferta como de la demanda, lo que ayudará a controlar la inflación. Aunque igualmente considera que esto supone un desafío para la estabilidad financiera, su preocupación por este riesgo es ahora menor a la que mostraba en anteriores reuniones.
- Toda vez que los problemas del mercado en marzo, con la caída de Silicon Valley Bank y Credit Suisse, parecen encauzados, y con un ciclo económico soportado por la buena marcha del mercado laboral y el sector servicios, pareciera que el BCE aprecia una nueva ventana de oportunidad para doblegar definitivamente la inflación y evitar que esta se pueda cronificar en cualquier rincón del mercado.
- En este sentido, Lagarde ha destacado que la revisión de medio punto al alza en las previsiones de inflación núcleo del BCE se debe al aumento de los costes laborales unitarios, a su vez derivado del bajo crecimiento de la productividad. La presidenta ha subrayado la determinación del BCE en evitar cualquier espiral precios-salarios en los próximos meses.
- Por otro lado, el BCE ha reconocido que, pese a que la inflación se está moderando, aún prevé que se siga manteniendo elevada durante un tiempo y, aunque reconoce las incipientes presiones desinflacionarias, no las considera aún lo suficientemente generalizadas.
- En cuanto al ciclo económico, estancado en los dos últimos trimestres, el BCE espera que este recupere algo de dinamismo en lo que queda de año.

Escenario económico

- Las nuevas previsiones reflejan un escenario ligeramente peor que el de marzo, cuando el cuadro macro se realizó antes de las turbulencias en la banca regional estadounidense. En cuanto al crecimiento económico, el BCE es ahora más pesimista, aunque espera una mejoría en lo que queda de año, mientras que la mayor y más preocupante revisión es la de la inflación núcleo.
 - En actividad, se revisa en 1 décima el crecimiento para este año y el siguiente, y se mantiene constante la expectativa para 2025. El BCE considera que a medida que los cuellos de botella de las cadenas de valor globales y los *shocks* energéticos continúan disipándose, la robustez del mercado laboral permitirá a los hogares recuperar renta real y consumo, aunque las malas perspectivas para la industria manufacturera pueden seguir siendo un lastre. Lagarde ha subrayado, no obstante, que el bajo ritmo de crecimiento económico en un contexto de mercado laboral dinámico señala un problema de productividad en la eurozona.
 - En precios, la previsión de la inflación general se incrementa 1 décima cada año para todo el horizonte de previsiones (de 2023 a 2025). Para la partida núcleo, la revisión es mayor: de 5 décimas en 2023 y 2024, y de 1 décima en 2025. Lagarde ha explicado que la revisión de la inflación núcleo viene motivada, fundamentalmente, por el aumento de los costes laborales unitarios, aunque descartó estar inmersos en una espiral de precios-salarios. El BCE también considera que las presiones en los precios de los servicios se mantendrán elevadas durante el verano, con la campaña de vacaciones, y que no remitirán sino gradualmente a lo largo de 2024.
 - En cuanto al balance de riesgos, este parece más balanceado que en marzo. A los ya conocidos riesgos a la baja para el crecimiento que suponen la guerra en Ucrania, las tensiones geopolíticas y comerciales, o la estabilidad financiera; se unen ahora tanto una desaceleración mundial, como el riesgo al alza de que el mercado laboral no se enfríe y aumente el consumo privado por encima de lo esperado. Correlativamente, el BCE también destaca cómo unos incrementos salariales, o de los márgenes de beneficios, superiores a los previstos, representan un riesgo al alza para la inflación.

Previsiones de junio	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB	3,6	0,9 (1,0)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)
Inflación general	8,4	5,4 (5,3)	3,0 (2,9)	2,2 (2,1)
Inflación núcleo	3,9	5,1 (4,6)	3,0 (2,5)	2,3 (2,2)

Notas: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (marzo de 2023).

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 +400 p. b.

Tipos de interés oficiales del BCE

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

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

- La decisión fue mayoritaria entre los miembros del Consejo de Gobierno respecto a cuánto más pueden subir los tipos, Lagarde enfatizó que el BCE aún tenía camino por recorrer en su ciclo de subidas y que, aunque los tipos ya se sitúan en terreno restrictivo, aún no están satisfechos con la evolución que prevén para la inflación, por lo que seguirán actuando para reconducirla. La presidenta rehusó hablar de un nivel de llegada para los tipos, pero sí aclaró que alcanzar una tasa media anual del 2,3% en la inflación núcleo en 2025 suponía que la inflación no estaba siendo reconducida con la suficiente premura.
- Como ya se había anticipado, el BCE dejará por completo de reinvertir sus actuales tenencias del APP, de modo que el programa pasa a una paulatina desaparición. No obstante, el PEPP continuará funcionando con normalidad hasta 2024, acometiendo las necesarias reinversiones con flexibilidad cuando sea necesaria. Lagarde recalcó que no se había discutido nada en relación con este programa de compras.
- Respecto al repago de 470.000 millones de euros de las TLTRO esperado a final de mes, Lagarde aseguró no estar preocupada por el eventual deterioro en la liquidez que este pudiera inducir, ya que el calendario de repagos es conocido desde hace tiempo y además se ha flexibilizado para facilitárselo a las entidades financieras.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros reaccionaron al anuncio del BCE en plena digestión de la pausa *hawkish* de la Fed del miércoles. El tono igualmente *hawkish* de Lagarde hizo repuntar la rentabilidad de los bonos soberanos europeos. Así, las referencias a 2 años avanzaron en torno a 11 p. b. en la sesión, mientras que las referencias a más largo plazo lo hicieron en torno a 5 p. b. Igualmente, los implícitos del mercado monetario han pasado a descontar unos tipos superiores para el BCE tras el verano, con las expectativas para la reunión de octubre aumentando en torno a 8 p. b. El euro, por su parte, también recogió estas mayores expectativas de tipos y se apreció tras la reunión en torno al 1% frente a sus principales pares. En cuanto a la renta variable, los principales índices europeos cerraron el día con pérdidas con el Stoxx 600 y el DAX cediendo en torno a 1 décima (-0,1%) y el CAC 40 flexionando un -0,5%, mientras que el IBEX 35 terminó plano. En EE. UU., por su parte, los principales índices bursátiles registraron ganancias en torno al 1%, mientras que la rentabilidad de los bonos soberanos registra caídas de en torno a 5 p. b. en las referencias a corto y largo plazo, movimientos determinados principalmente por los mixtos datos macro de EE. UU. conocidos durante la sesión.

David del Val, 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.