Nota Breve 27/07/2023

# Mercados financieros · El BCE tiene nuevo leitmotiv: "un quizás decidido"

## Puntos clave

- Como se esperaba, el BCE subió sus tipos de interés oficiales en 25 p. b. en la reunión de julio (*depo* en el 3,75%, *refi* en el 4,25%).
- El aumento de tipos respondió, una vez más, a la perspectiva de que la inflación se mantendrá demasiado elevada durante demasiado tiempo.
- Con todo, el BCE puso cierto énfasis en las señales positivas en su lucha contra la inflación: hay más indicios de desinflación, la demanda se enfría y la transmisión del endurecimiento monetario funciona.
- Por todo ello, fue mucho más aséptico en cuanto a sus siguientes movimientos. Lagarde dijo que en septiembre habrá "o una nueva subida de tipos o una pausa", pero lo dijo con neutralidad, sin prejuzgar el resultado de la reunión y queriendo enfatizar que el BCE va a seguir una estrategia de "reunión a reunión", según la evolución de los datos. Y lo quiso resumir con un nuevo leitmotiv: ahora mismo, el resultado de septiembre es "un quizás decidido" (*a decisive maybe*).
- Los matices *dovish* de la reunión de julio fueron recibidos en los mercados financieros con pequeños descensos de los tipos de interés soberanos y una modesta depreciación del euro, si bien los inversores siguen asignando una elevada probabilidad a otro incremento de tipos en +25 p. b. en otoño (una visión que compartimos, junto con la idea de que, más allá del siguiente movimiento, el BCE mantendrá una política monetaria restrictiva por un buen tiempo).

**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

- Aunque la inflación sigue y seguirá reduciéndose, la lectura de los datos que hizo el BCE es que la inflación todavía persistirá demasiado lejos del objetivo del 2% durante demasiado tiempo.
- Además, el BCE apunta a un cambio en la composición de la inflación: pierden fuelle las fuerzas externas que tensionaron extraordinariamente los precios en 2022 (energía y alimentos), pero ganan peso las dinámicas domésticas (márgenes empresariales y salarios).
- Dos elementos clave para la fortaleza de estas dinámicas domésticas son el estado de la demanda agregada de la eurozona y el desempeño del mercado laboral. Por un lado, el BCE recogió el enfriamiento

que se observa en los indicadores de demanda agregada y apuntó a un deterioro en las perspectivas para la actividad europea, con una clara debilidad en la industria y una pérdida de empuje en los servicios. Por el otro, el BCE destacó que el mercado laboral sigue robusto.

- En el plano de los riesgos, en vez de pronunciarse sobre si pesan más los positivos o los negativos, el BCE remarcó que el entorno es muy incierto, con un amplio abanico de fuerzas que pueden alterar el escenario (en positivo o negativo), desde un nuevo deterioro en el entorno geopolítico hasta la digestión del tensionamiento financiero, pasando por los efectos económicos de una meteorología más volátil.

## Política monetaria

- Con la subida de los tipos en 25 p. b. este 27 de julio, el BCE acumula un incremento de 425 p. b. en los últimos doce meses.

**Tipos de interés oficiales del BCE**

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

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

- La marcha futura de los tipos de interés seguirá una estrategia de "reunión a reunión", con énfasis en la evolución de los datos económicos. Lagarde quiso remarcar hasta tal punto esta estrategia que llegó a afirmar que, a 27 de julio, tiene que responder "no" a la pregunta de si el BCE "todavía tiene camino por recorrer" (una cláusula habitual en la comunicación del BCE en los últimos meses): que haya o no más camino por recorrer dependerá de la evolución de los datos.
- Sobre las otras herramientas, Lagarde fue clara en señalar que, más allá de constatar la buena digestión de las devoluciones de TLTROs y del fin de las reinversiones del APP, el BCE no ha discutido ajustes en las reinversiones del PEPP u otras medidas que afecten a la velocidad de reducción de su balance.
- De hecho, preguntada por la reducción de los activos en cartera, Lagarde volvió a recordar que los tipos de interés son la principal herramienta de política monetaria. Y, en referencia a especulaciones sobre si los miembros más halcones aceptarían no subir tanto los tipos de interés a cambio de reducir más rápidamente el balance, Lagarde remarcó que no existe tal dicotomía entre tipos y tamaño del balance.
- Por último, el BCE recalibró la remuneración de los requisitos mínimos de reservas. Desde diciembre de 2022, estas reservas mínimas se remuneraban al tipo *depo* (anteriormente lo hacían al tipo *refi*) pero, de ahora en adelante, su remuneración será del 0%.

## Reacción de los mercados

La reacción de los mercados financieros destiló una lectura más bien *dovish* de la reunión del BCE. Los tipos de interés soberanos disminuyeron ligeramente, mientras que el euro se situó debajo de los 1,11 dólares y las bolsas europeas mantuvieron el avance que ya venían exhibiendo a lo largo de la sesión. En cuanto a las expectativas de política monetaria implícitas en las cotizaciones financieras, tras la rueda de prensa de Lagarde los mercados seguían apuntando a una última subida de tipos en 25 p. b. de cara al próximo otoño.

***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.*