Nota Breve 14/09/2023

Mercados Financieros · El BCE sube los tipos en 25 p. b. y alcanza la cima

Puntos clave

- **El BCE volvió a subir sus tipos de interés en 25 p. b., pero lo más destacado fue la señal de que las cotas actuales** (*depo* en el 4,00% y *refi* en el 4,50%) **probablemente suponen el fin del ciclo de incrementos de tipos** (tras un aumento acumulado de +450 p. b. desde julio de 2022).
- Lagarde rechazó la idea de que los tipos hayan tocado techo y recalcó que las decisiones futuras dependerán de los datos y la evolución del escenario. Sin embargo, estas reflexiones parecen más bien una puntualización, dada la literalidad con la que el BCE apuntó al fin de las subidas de tipos en el comunicado que resumía la reunión de hoy. Y es que por primera vez el BCE declaró que "los tipos de interés han alcanzado un nivel [...] que contribuirá sustancialmente a alcanzar el objetivo de inflación".
- Con todo, **el posible fin de las subidas de tipos no representará el fin de la política monetaria restrictiva**. Más bien al contrario: el BCE reiteró que, en su lucha contra la inflación, los tipos deben mantenerse en las cotas actuales por un periodo suficientemente largo de tiempo, centrando todos los interrogantes en "cuanto tiempo" va a ser "suficientemente largo" (interrogantes que Lagarde, escudada en la estrategia de ir reunión a reunión y según la evolución de los datos, no resolvió).
- Esta posición del BCE, de mantener unos tipos estables pero restrictivos por un buen periodo de tiempo, refleja una preocupación sostenida por las dinámicas de precios. De hecho, **el BCE presentó nuevas previsiones para la eurozona en las que**, en palabras de Lagarde, **la inflación sigue demasiado elevada durante demasiado tiempo** (~3% a cierre de 2023 y a lo largo de todo 2024).
- En cambio, **la debilidad de los últimos indicadores de actividad no ha provocado un deterioro en la visión del BCE sobre el crecimiento económico**: las previsiones reflejan una actividad apática en lo que queda de año, pero sin llegar a caer en recesión y recuperando el dinamismo en la primavera de 2024. De hecho, Lagarde fue reiterativa en el uso del adjetivo "apático" (*sluggish*) y rehuyó hablar de recesión.
- Tras la reunión de hoy, las expectativas implícitas en los mercados monetarios apuntan a que el BCE mantendría el tipo *depo* en el 4,00% (*refi* en el 4,50%) hasta el 3T 2024, cuando podría producirse un primer recorte de tipos de interés (unas expectativas acordes con nuestras propias previsiones).

Escenario económico

- Las nuevas previsiones del BCE reflejan un escenario que sigue marcado por una inflación a la baja, pero todavía en cotas altas, y una actividad apática:
  - El BCE aumentó ligeramente las previsiones de inflación para 2023 y 2024, reflejando esencialmente unos precios energéticos más elevados que en las anteriores proyecciones. De hecho, apenas hubo cambios en las previsiones de inflación subyacentes ni en el crecimiento de los salarios (sí hubo una rebaja en la productividad, de -0,2 p. p. para 2023-24 y con el consiguiente impacto en los costes laborales unitarios).
  - En cuanto a la actividad, el BCE rebajó sustancialmente el crecimiento del PIB previsto para el 3T y 4T 2023 (del 0,3%-0,4% intertrimestral al 0,0%-0,1%) pero apenas hizo ajustes más allá de 2023 (la rebaja de 0,5 p. p. en el PIB de 2024 es exclusivamente el arrastre de un peor cierre de 2023).
  - En cuanto al balance de riesgos, continúan pesando los factores negativos sobre el crecimiento (Lagarde destacó la debilidad de la demanda externa y el endurecimiento de las condiciones financieras, cuya transmisión está siendo, según el BCE, más rápida que en el pasado). En inflación,

el BCE siguió sin mojarse sobre qué riesgos dominan más, pero en la rueda de prensa Lagarde resaltó la volatilidad de las materias primas en general y los alimentos en particular.

Previsiones de septiembre	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PIB	3,5	**0,7** (0,9)	**1,0** (1,5)	**1,5** (1,6)
Inflación general	8,4	**5,6** (5,4)	**3,2** (3,0)	**2,1** (2,2)
Inflación núcleo	3,9	**5,1** (5,1)	**2,9** (3,0)	**2,2** (2,3)

***Nota**: Escenario central del BCE. Entre paréntesis, previsiones anteriores (junio 2023).*

- Detrás de esta imagen general, la reunión de hoy dejó algunas pinceladas sobre dinámicas más concretas y focos de debilidad. En particular:
  - Lagarde destacó que, en el 2T 2023, aumentó la contribución de los costes laborales a la inflación (en buena medida por una menor productividad) mientras que, por primera vez en varios trimestres, disminuyó la contribución de los beneficios empresariales.
  - El mercado laboral es una de las grandes notas positivas del escenario, aunque el BCE ha empezado a observar algunos signos de debilidad en las nuevas contrataciones.
  - Lagarde y De Guindos discutieron los riesgos alrededor del mercado inmobiliario, y pusieron el énfasis en la parte comercial (el llamado *commercial real estate*), con caídas de precios desde incluso antes del endurecimiento monetario y donde el BCE ve exposiciones elevadas entre algunas instituciones financieras no bancarias.

Política monetaria

- El BCE subió en 25 p. b. los tres tipos de interés oficiales, y eleva el incremento acumulado desde julio de 2022 hasta los +450 p. b.

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

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

- La decisión no fue unánime, pero obtuvo el respaldo de una "amplia mayoría", según dijo Lagarde en la rueda de prensa. Lagarde destacó que hubo consenso en la visión del entorno económico, y que las diferencias se centraban en la respuesta a dar a este entorno (sin llegar a precisar, indicó que algunos miembros hubieran preferido no subir tipos esta vez).
- En la rueda de prensa, y en un esfuerzo para gestionar las expectativas de tipos y evitar que la atención ya se centre en el primer recorte, Lagarde no cerró la puerta a más subidas de tipos, sino que recalcó que las decisiones de hoy reflejan la visión a 14 de septiembre de 2023; visión que puede evolucionar según los datos y las perspectivas de la economía. Para reforzar la estrategia de "ir reunión a reunión" y "según los datos", Lagarde también señaló que el BCE no ha discutido cuanto tiempo mantendrá los tipos restrictivos.

- Preguntada sobre posibles cambios en otras herramientas del BCE (como el fin de las reinversiones del PEPP o posibles ventas activas en el APP), Lagarde fue breve y clara: los tipos de interés son la herramienta primaria del BCE para luchar contra la inflación y no se han discutido ajustes en el resto de instrumentos.

Reacción de los mercados

Los mercados financieros hicieron una lectura *dovish* de la reunión del BCE, con una cierta depreciación del euro (cayó por debajo del 1,07 en su cruce con el dólar), avances generalizados en los parqués bursátiles de la eurozona (que subían alrededor de un 1% en la sesión) y descensos en los tipos de interés soberanos de todas las grandes economías. De hecho, los descensos en los tipos de interés eran más acusados en los vencimientos largos que en los cortos, mientras que las primas de riesgo de la periferia también se comprimían entre 2 y 5 p. b.

***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.