

**Bancos Centrales**

# El BCE acciona casi todas las palancas

Expansión (España)

**Sonsoles Castillo / Miguel Jiménez**

La reunión del jueves del BCE se presentaba a priori con dos puntos de interés, más allá de la subida de tipos de 75 puntos básicos, que estaba muy descontada por los mercados y los analistas gracias a una comunicación bastante directa del propio banco central.

Por un lado, cuál sería el sesgo que se daría sobre las subidas hacia adelante, después de que los dos principales bancos centrales hubiesen dado un giro *hawkish* bastante evidente durante el verano, provocado por la persistencia de la inflación, que ha generado en los últimos dos meses un movimiento importante de aversión al riesgo en los mercados, con subidas significativas de los tipos de interés a largo plazo, un aumento de la volatilidad y una apreciación del dólar frente al resto de las divisas. Una vez sobrepasada la minicrisis del Reino Unido, y con cierta relajación de los precios de las materias primas (y últimamente también del gas europeo), estaba por ver cómo se posicionaba el BCE entre los claros riesgos de recesión (su previsión de septiembre para el crecimiento de 2023 había sido sorprendentemente positiva, un 0,9%) y una inflación muy elevada, que ha dado alguna nueva sorpresa al alza, pero que ya parece haber tocado su pico o estar muy cerca de él.

Y aquí, el BCE ha mantenido un cierto equilibrio. Ha reconocido que el crecimiento tiene un sesgo a la baja respecto a sus predicciones actuales, como era de esperar, pero también ha señalado aspectos positivos, como la disminución de los cuellos de botella en las cadenas de producción globales, la constatación de que muy probablemente no habrá racionamiento de gas este invierno y que los precios de las materias primas están evolucionando mejor de lo previsto. Sobre la inflación, no dan nuevas señales de alarma, aunque sí que constatan, sin darle excesiva importancia, un ligero aumento de las presiones salariales.

Con esto, la senda de tipos de interés se decidirá mes a mes, según la evolución de los datos y teniendo en cuenta que los tipos ya han subido 200 puntos básicos y que su efecto sobre la inflación es retardado. Suena ligeramente *dovish*, pero aun así el BCE ha dejado claro que todavía quedan subidas por delante, lo que probablemente les llevará a elevar los tipos 75 puntos más entre diciembre y febrero, en línea con nuestras previsiones y por debajo de lo que esperaba el mercado antes de la reunión.

Por otro lado, la otra clave de la reunión era cómo el BCE promovería la reducción de su balance para acompañar al proceso de subida de tipos. El aumento del balance obedece fundamentalmente a dos factores: por un lado, los programas de compras de activos (QE) y, por otro, las operaciones de refinanciación (TLTROs) lanzadas durante las sucesivas crisis para mitigar su impacto y evitar escenarios más adversos. Para reducir el balance, el BCE puede actuar sobre alguna de estas palancas. De momento, ha decidido hacerlo sobre las operaciones de refinanciación, encareciendo el coste de financiación a los bancos (e incentivando la devolución anticipada de estos fondos, lo que a su vez adelantaría la caída de su balance) y propiciando, así, un aumento del coste del crédito a la economía, con el consiguiente efecto antiinflacionista. La otra opción, que previsiblemente se anuncie en diciembre, es permitir el vencimiento parcial de algunos de los bonos adquiridos bajo los programas de compras de activos, o contracción cuantitativa (QT, quantitative tightening). Probablemente el BCE no empezará con ello hasta que terminen las subidas de tipos oficiales, lo que podría situar el comienzo del proceso en el segundo trimestre del 2023. Será importante conocer con suficiente antelación y detalle la estrategia que seguirá el BCE, como han hecho ya otros bancos centrales, dado que esta herramienta está menos testada que las tradicionales subidas de tipos y no está exenta de riesgos, especialmente en la zona euro, donde el riesgo de fragmentación está siempre latente, y donde debería estar

listo el nuevo “instrumento para la protección de la transmisión” de la política monetaria (TPI) por si el mercado lo pone a prueba.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[bbvarresearch@bbva.com](mailto:bbvarresearch@bbva.com) [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)