Un día después de que la Reserva Federal anunciara una nueva alza en los tipos de interés, el Banco Central Europeo comunicó en boca de Christine Lagarde que seguirá la misma hoja de ruta que su homólogo norteamericano. La máxima autoridad monetaria de la zona euro ha decidido aumentar los tipos de interés en 50 puntos básicos. Este incremente, sumado a los tres anteriores, sitúa el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el 2,50%, el 2,75% y el 2,00%, respectivamente.

Los datos del IPC de noviembre en la eurozona mostraron cierto freno en el incremento de precios, lo que ha servido de excusa al BCE para actuar con menos agresividad que en las últimas dos reuniones. No obstante, el Consejo de Gobierno advierte de que los tipos de interés deberán incrementarse todavía significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos. Con ello la institución pretende lograr que la inflación vuelva a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo.

"Hemos decidido subir los tipos de interés hoy (por el jueves), y esperamos seguir subiéndolos significativamente, porque la inflación sigue siendo demasiado elevada y se prevé que se mantenga por encima de nuestro objetivo durante demasiado tiempo."

Otra de las noticias más relevantes concierne a la reducción de balance por parte del Banco Central Europeo. El Consejo de Gobierno ha decidido que la disminución tendrá inicio en febrero de 2023, fecha en la cual el Eurosistema no reinvertirá la totalidad del principal de los valores que vayan venciendo. La autoridad monetaria calcula que el balance sufrirá un recorte de 15.000 millones de euros mensuales de media hasta el final del segundo trimestre de 2023, cuando se determinará el nuevo ritmo de ajuste.

Según las palabras de Christine Lagarde, el BCE es consciente del riesgo de anclaje de la inflación, por ello la presidenta volvió a remarcar que la política monetaria contractiva tiene visos de mantenerse durante un periodo de tiempo prolongado.

"No se trata de un pívot; pretendemos mantener una política muy restrictiva a largo plazo hasta que la inflación se reduzca al 2%."

En cuanto a las proyecciones macroeconómicas, la institución monetaria eleva las expectativas de inflación para 2023 desde el 5,5% que esperaba en septiembre hasta el 6,3% de su última proyección. La inflación subyacente en 2023 también se incrementa en el último informe del BCE hasta situarse en el 4,2%. Estas cifras, muy superiores al objetivo marcado por la institución (2%) hacen prever un mayor endurecimiento de la política monetaria durante el próximo año, algo que el mercado no ha puesto en precio.

	Proyecciones BCE diciembre 2022			
	2022	2023	2024	2025
PIB real	3,4	0,5	1,9	1,8
Tasa de desempleo	6,7	6,9	6,8	6,6
Inflación	8,4	6,3	3,4	2,3
Inflación subyacente	3,9	4,2	2,8	2,4

Por otro lado, el BCE admite que la economía de la zona euro podría experimentar una contracción en los próximos dos trimestres, lo que dificultará sobremanera la intención inicial de una política monetaria más restrictiva. Con todo, la institución monetaria expresa que de producirse una recesión, ésta sería corta y poco profunda.

Todo ello nos hace suponer que la tasa terminal podría ser superior a la que descuenta el mercado (en la horquilla del 3% - 3,25%) si tenemos en cuenta que históricamente los Bancos Centrales han considerado óptimo situar los tipos nominales en niveles superiores a la inflación subyacente (el organismo europeo espera que se sitúe en el 4,2% en 2023).

Esta situación difiere a la que puede experimentar Estados Unidos, donde la Reserva Federal ya habrá situado en 2023 los tipos de interés por encima de la inflación subyacente, estimada en el 3,5% en la última proyección de la FED.

Por el contrario, el tipo real (tipo de depósito - inflación subyacente) en la eurozona se situaría en terreno negativo si consideramos que la inflación subyacente esperada por el BCE para 2023 es del 4,2% y el mercado espera que el tipo de depósito se sitúe por debajo del 3%.

Si miramos al pasado, los Bancos Centrales han debido incrementar los tipos al menos 100 puntos básicos por encima de los tipos neutrales y mantenerlos en ese nivel durante varios trimestres para devolver la inflación al objetivo, lo que implicaría un tipo de depósito real positivo de 50-100 puntos básicos. Por ende, en caso de que las proyecciones del BCE sean acertadas, deberíamos valorar un tipo nominal terminal del 4,5%, algo que los mercados no han puesto en precio.

Todo ello tendría implicaciones en los mercados de bonos europeos, donde la curva de tipos de Alemania podría experimentar un movimiento de "*steepening*" o inclinación y una consecuente expansión de las primas de riesgo con especial repercusión en los países periféricos como España o Italia.