

UEM: decisión de tipos del BCE

Tipo de intervención del BCE

	Real	Esperado	Anterior
Tipo director BCE	4,50%	4,50%	4,50%
Tipo depósito BCE	4,00%	4,00%	4,00%

Reacción de los mercados a las declaraciones de Lagarde

	Antes	Después	% Var	Impacto
EUR/USD	1,093	1,099	+0,60%	+
S&P500	4.707	4.732	+0,54%	+
Eurostoxx50	4.566	4.541	-0,55%	-
Bund (rentabilidad)	2,090%	2,129%	+4 p.b.	+

Claves del Mensaje

Tipos de Interés: Sin sorpresas. El BCE mantiene los tipos de referencia: Depósito: 4,00%, Director 4,50% y Marginal de Crédito 4,75%. Supone la segunda pausa consecutiva. Insisten en la idea de que los tipos de interés se mantendrán en niveles suficientemente restrictivos el tiempo que sea necesario manteniendo un enfoque dependiente de los datos.

Proyecciones macroeconómicas: Revisa a la baja las previsiones de crecimiento e inflación.

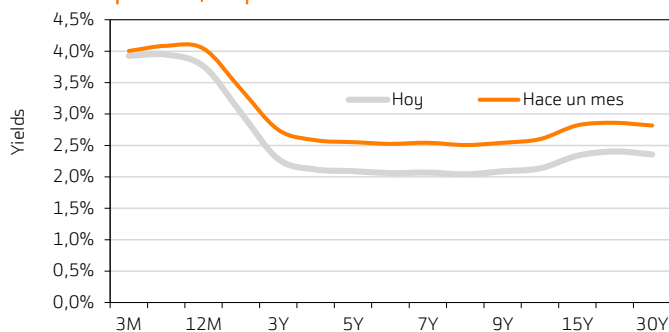
En términos de PIB, +0,6% (vs +0,7% ant.) en 2023, +0,8% (vs +1,0% ant.) en 2024, +1,5% (vs +1,5%) en 2025 y +1,5% en 2026.

Estiman una inflación media de +5,4% en 2023 (frente a +5,6% en septiembre), +2,7% en 2024 (vs 3,2% ant.), +2,1% en 2025 (vs +2,1% ant.) y +1,9% en 2026. En cuanto a la tasa subyacente (que excluye energía y alimentos), +5,0% en 2023 (vs +5,1% ant.), +2,7% en 2024 (vs +2,9% ant.), +2,3% en 2025 (vs +2,2% ant.) y +2,1% en 2026.

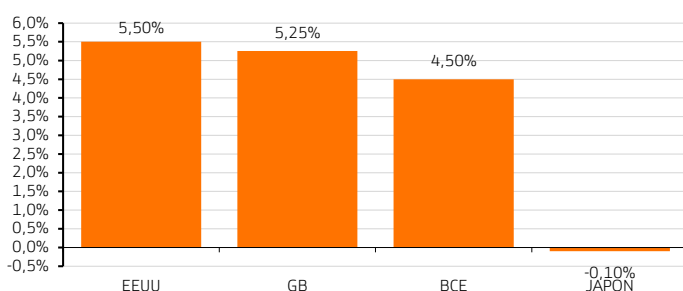
APP y PEPP: La principal novedad es que reinvertirán los vencimientos del PEPP en la primera mitad del año (vs año completo anterior) y reducirán este programa a un ritmo de 7.500M€/mes en el segundo semestre. En 2025 pondrán fin a las reinversiones. Respecto al APP, no hay cambios. Seguirán sin reinvertir los vencimientos, lo que supondrá una reducción de balance media de ~27.000M€/mes durante 2024.

[Link al comunicado](#)

Tipos UEM, desplazamiento de la curva el último mes.



Principales tipos de intervención

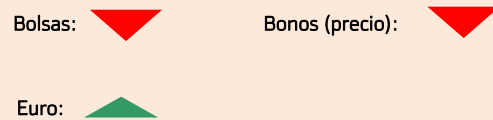


Más información sobre el BCE:

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Impacto en mercados

Impacto: Es uno de los acontecimientos de mayor impacto en bolsas, bonos y divisas. Más importante que el nivel de tipos actual, es el mensaje de la Gobernadora del BCE sobre la evolución futura de la política monetaria.



Conclusiones sobre la rueda de prensa

Mensajes destacados de la Rueda de Prensa:

- Insiste en no bajar la guardia y mantener un enfoque dependiente de los datos. Respecto al timing de las bajadas de tipos, afirma que son dependientes de los datos, no del tiempo.

- Pleno consenso entre los miembros del BCE a la hora de mantener los tipos. No han hablado sobre bajadas de tipos. Sí que hay división en lo referente a la reducción del balance.

- La reducción del PEPP y los movimientos en los tipos de interés no están relacionados. Siendo los tipos de interés, la herramienta principal para alcanzar su objetivo de inflación (+2%)

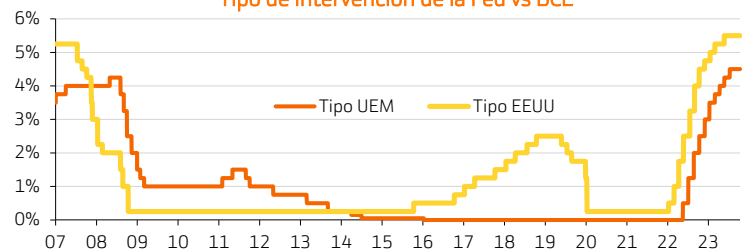
- Respecto a la inflación, desacelerará progresivamente, pero los riesgos se mantienen al alza por salarios, márgenes empresariales, geopolítica y eventos climáticos. Además, la reversión de las medidas fiscales implementadas por numerosos gobiernos jugará un papel importante. Pone el foco, principalmente, sobre: (i) salarios debido a la fortaleza del mercado laboral y (ii) márgenes empresariales, los cuales se han reducido durante 2023, pero necesitan que esta tendencia se confirme.

- En términos de crecimiento, los riesgos están en ver un menor crecimiento debido al impacto de la política monetaria. La debilidad viene principalmente por la Construcción y el Sector Manufacturero.

Opinión de Bankinter:

A diferencia de Powell, Lagarde no aviva las expectativas de bajadas de tipos del mercado en la primera mitad del año. No se sale de su línea y mantiene un enfoque dependiente de los datos. Insiste sobre todo en no bajar la guardia y en seguir los datos que se publiquen durante la primera mitad del año. El impacto en el mercado de renta fija es limitado (Bund +4 p.b.) ya que no da pistas sobre el inicio de las bajadas de tipos. Lo deja en el aire. Por tanto, el mercado no tiene unas referencias concretas que contrasten con sus expectativas. Consideramos que el mercado se precipita al descontar bajadas de tipos en marzo/abril de 2024. El repunte de las rentabilidades de los bonos reduce el avance de las bolsas europeas que contaban con el estímulo del tono *dovish* de la Fed.

Tipo de intervención de la Fed vs BCE



El principal objetivo del BCE es mantener la estabilidad de los precios. "Sin perjudicar el objetivo de la estabilidad de precios" también deberá "apoyar las políticas económicas de la Unión, en especial para mantener un alto nivel de empleo y un crecimiento sostenible.

Anterior mensaje del BCE: Introducción/extracto

Actual mensaje del BCE: Introducción/extracto

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231026~6028cea576.en.1>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f6>

El Consejo de Gobierno ha decidido hoy mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente ha confirmado en líneas generales su valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Aún se espera que la inflación siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo y que las presiones inflacionistas internas continúen siendo intensas. Al mismo tiempo, la inflación descendió acusadamente en septiembre, también debido a fuertes efectos de base, y la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado disminuyendo. Las anteriores subidas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno siguen transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, lo que está frenando cada vez más la demanda y ayudando con ello al descenso de la inflación.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario.

El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Tipos de interés oficiales del BCE

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 4,50 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente.

Programa de compras de activos (APP) y programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)

El tamaño de la cartera del APP está reduciéndose a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

En lo que se refiere al PEPP, el Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno continuará actuando con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

Operaciones de financiación

A medida que las entidades de crédito reembolsen los importes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno evaluará periódicamente la forma en que estas operaciones y sus actuales reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria. Además, el Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro, lo que permite al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de estabilidad de precios.

La presidenta del BCE comentará estas decisiones en una conferencia de prensa que dará comienzo esta tarde a las 14:45 (hora central europea).

El Consejo de Gobierno ha decidido hoy mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Aunque la inflación ha caído en los últimos meses, es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo. De acuerdo con las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se espera que la inflación descienda gradualmente durante el próximo año y que se acerque al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % en 2025. En conjunto, los expertos prevén que la inflación general se sitúe en promedio en el 5,4 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre, esto supone una revisión a la baja para 2023 y especialmente para 2024. La inflación subyacente ha seguido moderándose, pero las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. Los expertos del Eurosistema prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en promedio en el 5,0 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 2,1 % en 2026.

Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a la economía. El endurecimiento de las condiciones de financiación está frenando la demanda, lo que está ayudando a reducir la inflación. Los expertos del Eurosistema prevén que el crecimiento económico continúe siendo débil a corto plazo. Más adelante, se espera que la economía se recupere gracias al incremento de las rentas reales —ya que los ciudadanos se beneficiarán de la caída de la inflación y del aumento de los salarios— y a la mejora de la demanda exterior. Los expertos del Eurosistema prevén, por tanto, un repunte del crecimiento desde un promedio del 0,6 % en 2023, hasta el 0,8 % en 2024, y el 1,5 % en 2025 y 2026.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario.

El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Los tipos de interés oficiales del BCE son el instrumento principal para fijar la orientación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno también ha decidido hoy avanzar en la normalización del balance del Eurosistema. Durante el primer semestre de 2024, prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP a final de 2024.

Tipos de interés oficiales del BCE

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 4,50 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente.

Programa de compras de activos (APP) y programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)

El tamaño de la cartera del APP está reduciéndose a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente durante el primer semestre de 2024 el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP a final de 2024.

El Consejo de Gobierno continuará actuando con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

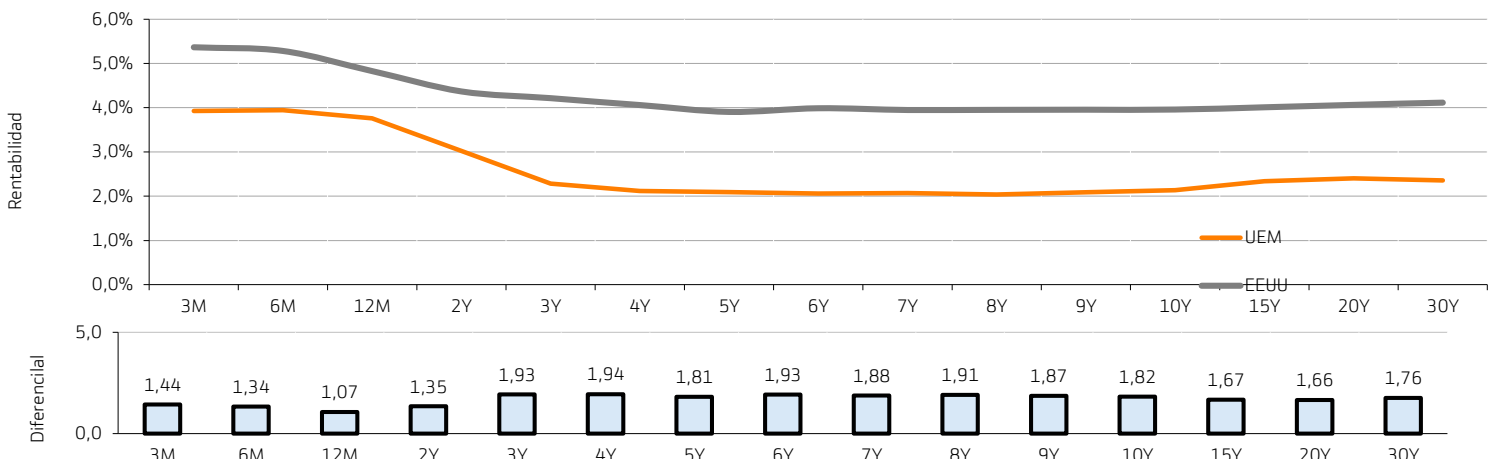
Operaciones de financiación

A medida que las entidades de crédito reembolsen los importes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno evaluará periódicamente la forma en que estas operaciones y sus actuales reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria. Además, el Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona del euro, lo que permite al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de estabilidad de precios.

La presidenta del BCE comentará estas decisiones en una conferencia de prensa que dará comienzo esta tarde a las 14:45 (hora central europea).

Curva de Tipos de interés en Europa y EE.UU



Discurso introductorio a la rueda de prensa (Texto completo)

Good afternoon, the Vice-President and I welcome you to our press conference.

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. While inflation has dropped in recent months, it is likely to pick up again temporarily in the near term. According to the latest Eurosystem staff projections for the euro area, inflation is expected to decline gradually over the course of next year, before approaching our two per cent target in 2025. Overall, staff expect headline inflation to average 5.4 per cent in 2023, 2.7 per cent in 2024, 2.1 per cent in 2025 and 1.9 per cent in 2026. Compared with the September staff projections, this amounts to a downward revision for 2023 and especially for 2024.

Underlying inflation has eased further. But domestic price pressures remain elevated, primarily owing to strong growth in unit labour costs. Eurosystem staff expect inflation excluding energy and food to average 5.0 per cent in 2023, 2.7 per cent in 2024, 2.3 per cent in 2025 and 2.1 per cent in 2026.

Our past interest rate increases continue to be transmitted forcefully to the economy. Tighter financing conditions are dampening demand, and this is helping to push down inflation.

Eurosystem staff expect economic growth to remain subdued in the near term. Beyond that, the economy is expected to recover because of rising real incomes – as people benefit from falling inflation and growing wages – and improving foreign demand. Eurosystem staff therefore see growth picking up from an average of 0.6 per cent for 2023 to 0.8 per cent for 2024, and to 1.5 per cent for both 2025 and 2026.

We are determined to ensure that inflation returns to our two per cent medium-term target in a timely manner. Based on our current assessment, we consider that the key ECB interest rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to this goal. Our future decisions will ensure that our policy rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary.

We will continue to follow a data-dependent approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, our interest rate decisions will be based on our assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission.

The key ECB interest rates are our primary tool for setting the monetary policy stance. We also decided today to advance the normalisation of the Eurosystem's balance sheet. The Governing Council intends to continue to reinvest, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) during the first half of 2024. Over the second half of the year, it intends to reduce the PEPP portfolio by €7.5 billion per month on average. The Governing Council intends to discontinue reinvestments under the PEPP at the end of 2024.

The decisions taken today are set out in a [press release](#) available on our website.

I will now outline in more detail how we see the economy and inflation developing and will then explain our assessment of financial and monetary conditions.

Economic activity

The euro area economy contracted slightly in the third quarter, mostly owing to a decline in inventories. Tighter financing conditions and subdued foreign demand are likely to continue weighing on economic activity in the near term. Prospects are especially weak for construction and manufacturing, the two sectors most affected by higher interest rates. Services activity is also set to soften in the coming months. This is due to spillovers from weaker industrial activity, fading effects from the reopening of the economy and the broadening impact of tighter financing conditions. The labour market continues to support the economy. The unemployment rate stood at 6.5 per cent in October and employment grew by 0.2 per cent over the third quarter. At the same time, the weaker economy is dampening the demand for workers, with firms advertising fewer vacancies in recent months. Moreover, even though more people are in work, the total number of hours worked edged down by 0.1 per cent in the third quarter.

As the energy crisis fades, governments should continue to roll back the related support measures. This is essential to avoid driving up medium-term inflationary pressures, which would otherwise call for even tighter monetary policy. Fiscal policies should be designed to make our economy more productive and to gradually bring down high public debt. Structural reforms and investments to enhance the euro area's supply capacity – which would be supported by the full implementation of the Next Generation EU programme – can help reduce price pressures in the medium term, while supporting the green and digital transitions. To that end, it is important to swiftly agree on the reform of the EU's economic governance framework. Moreover, it is imperative that progress towards Capital Markets Union and the completion of Banking Union be accelerated.

Inflation

Inflation dropped over the past two months, falling to an annual rate of 2.4 per cent in November according to Eurostat's flash release. This decline was broad-based. Energy price inflation fell further and food price inflation also came down, despite remaining relatively high overall. This month, inflation is likely to pick up on account of an upward base effect for the cost of energy. In 2024, we expect inflation to decline more slowly because of further upward base effects and the phasing-out of past fiscal measures aimed at limiting the repercussions of the energy price shock.

Inflation excluding energy and food dropped by almost a full percentage point over the past two months, falling to 3.6 per cent in November. This reflects improving supply conditions, the fading effects of the past energy shock and the impact of tighter monetary policy on demand and on the pricing power of firms. The inflation rates for goods and services fell to 2.9 per cent and 4.0 per cent respectively.

All measures of underlying inflation declined in October, but domestic price pressures remained elevated, chiefly because of strong wage growth together with falling productivity. Measures of longer-term inflation expectations mostly stand around 2 per cent, with some market-based indicators of inflation compensation declining from elevated levels.

Risk assessment

The risks to economic growth remain tilted to the downside. Growth could be lower if the effects of monetary policy turn out stronger than expected. A weaker world economy or a further slowdown in global trade would also weigh on euro area growth. Russia's unjustified war against Ukraine and the tragic conflict in the Middle East are key sources of geopolitical risk. This may result in firms and households becoming less confident about the future. Growth could be higher if rising real incomes raise spending by more than anticipated, or the world economy grows more strongly than expected.

Upside risks to inflation include the heightened geopolitical tensions, which could raise energy prices in the near term, and extreme weather events, which could drive up food prices. Inflation could also turn out higher than anticipated if inflation expectations were to move above our target, or if wages or profit margins increased by more than expected. By contrast, inflation may surprise on the downside if monetary policy dampens demand by more than expected or the economic environment in the rest of the world worsens unexpectedly, potentially owing in part to the recent rise in geopolitical risks.

Financial and monetary conditions

Market interest rates have fallen markedly since our last meeting and lie below the rates embedded in the staff projections. Our restrictive monetary policy continues to transmit strongly into broader financing conditions. Lending rates rose again in October, to 5.3 per cent for business loans and 3.9 per cent for mortgages.

Higher borrowing rates, subdued loan demand and tighter loan supply have further weakened credit dynamics. Loans to firms declined at an annual rate of 0.3 per cent in October and loans to households also remained subdued, growing at an annual rate of 0.6 per cent. With weaker lending and the reduction in the Eurosystem balance sheet, broad money – as measured by M3 – has continued to contract. In October it fell at an annual rate of 1.0 per cent.

In line with our monetary policy strategy, the Governing Council thoroughly assessed the links between monetary policy and financial stability. Euro area banks have demonstrated their resilience. They have high capital ratios and have become significantly more profitable over the past year. But the financial stability outlook remains fragile in the current environment of tightening financing conditions, weak growth and geopolitical tensions. In particular, the situation could worsen if banks' funding costs were to increase by more than expected and if more borrowers were to struggle to repay their loans. At the same time, the overall impact of such a scenario on the economy should be contained if financial markets react in an orderly fashion. Macroprudential policy remains the first line of defence against the build-up of financial vulnerabilities, and the measures in place contribute to preserving the financial system's resilience.

Conclusion

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. We are determined to ensure that inflation returns to our two per cent medium-term target in a timely manner. Based on our current assessment, we consider that rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to our target. Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary to ensure such a timely return. We will continue to follow a data-dependent approach to determining the appropriate level and duration of restriction.

The Governing Council intends to reduce the PEPP portfolio over the second half of 2024 and to discontinue its reinvestments under the PEPP at the end of 2024.

In any case, we stand ready to adjust all of our instruments within our mandate to ensure that inflation returns to our medium-term target and to preserve the smooth functioning of monetary policy transmission.

We are now ready to take your questions.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Jorge Pradilla - Logística
Pedro Ribeiro - Papel & Químicas	Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución
Tiago Brito - Analista	

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin