

FOCUS · Comprender al BCE: economía, política y comunicación

El pasado 8 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió alargar el programa de compras de activos (el llamado QE) hasta diciembre de 2017. A continuación, analizamos cómo encaja esta decisión con el escenario económico para el año 2017.

El BCE basa sus decisiones de política monetaria en un análisis macroeconómico y financiero. En el plano económico, desde el anuncio del QE en enero de 2015, la actividad de la eurozona ha consolidado su recuperación con avances entre el 1,6% y el 2% interanual, apoyada por una buena transmisión de la política monetaria (véase la tabla anexa). Sin embargo, las caídas del precio del petróleo de 2014 y 2015, que también beneficiaron a la actividad, provocaron una disminución de la inflación general y un estancamiento de la subyacente. Además, en el plano financiero, la observación de menores tasas de inflación durante 2015 y la primera mitad de 2016 llevó a los mercados a revisar sus expectativas de inflación a largo plazo significativamente por debajo del objetivo del 2%.¹ En marzo de 2016, el BCE, ante unas tasas de inflación alrededor del 0%, la caída de las expectativas de los mercados para la inflación a largo plazo y el episodio de inestabilidad financiera observado en la primera parte de 2016, decidió ampliar de manera importante el QE.

Aunque, tras esta extensión, el programa debía finalizar en marzo de 2017, el BCE ha reconsiderado su decisión ante un año con unas perspectivas macroeconómicas razonablemente buenas pero en el que también existen importantes riesgos. Las propias previsiones del BCE reflejan una consolidación de la recuperación, con un crecimiento sostenido de la actividad (prevé un 1,7% para 2017 y un 1,6% para 2018) y un aumento gradual de la inflación (1,3% en 2017 y 1,5% en 2018). La recuperación del precio del petróleo es el principal factor detrás del incremento de la inflación y, con ello, el BCE estima que el riesgo de deflación prácticamente ha «desaparecido». Sin embargo, todavía pronostica un aumento muy progresivo de la inflación subyacente (la variable que indica las tendencias inflacionistas de fondo) y considera que su previsión de inflación a medio plazo (1,7% en 2019) no está suficientemente cerca del objetivo del 2%.

Además de estas perspectivas macroeconómicas, en las que ni el crecimiento ni la inflación acaban de despegar, la economía europea transitará en 2017 por un entorno de mayor incertidumbre política. De 2016, se arrastra la incertidumbre generada por la victoria del *brexit* en Reino Unido y la elección de Donald Trump en EE. UU. Las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido empezarán en la primera mitad de 2017 y la complejidad de alcanzar

un acuerdo ordenado en solo dos años puede provocar repuntes de la incertidumbre. Además, a nivel doméstico, el propio 2017 se presenta con un calendario electoral bien cargado: tendremos elecciones en Francia, Países Bajos y Alemania, todas con el ingrediente del auge del euroescepticismo, y en Italia la gobernabilidad es menos estable tras el resultado del referéndum constitucional. A todo ello se le suma un entorno internacional en el que los mercados seguirán con lupa la normalización de la política monetaria de la Fed y serán muy sensibles a la orientación que tome la Administración Trump.

En conjunto, pues, la política del BCE se enfrenta a una combinación de varios ingredientes. En cualquier caso, el BCE ha lanzado un mensaje claro: el QE se mantendrá durante más tiempo. Además, la decisión de prolongar el QE a un menor ritmo de compras (60 millardos mensuales a partir de abril, contra los 80 actuales) refleja que la retirada del estímulo será muy gradual. Así lo han leído los mercados, que no esperan una subida de tipos hasta el segundo semestre de 2019 (véase el gráfico adjunto).

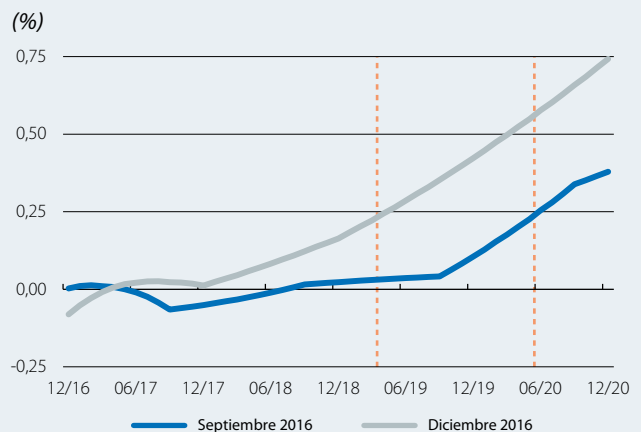
Condiciones económico-financieras y QE

	Diciembre 2014	Noviembre 2016	Variación acumulada
Previsión Δ PIB año próximo *	1,1%	1,3%	0,2
Previsión Δ IPCA año próximo *	0,6%	1,3%	0,7
Tipo de cambio \$/€	1,2331	1,0799	-12,42%
Tipo de interés deuda alemana a 10 años	0,64%	0,16%	-49 p. b.
Tipo de interés deuda española a 10 años	1,77%	1,42%	-34 p. b.
Euríbor 12 meses	0,33%	-0,07%	-40 p. b.
Coste del crédito a las empresas	2,44%	1,83%**	-61 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,77	3.026,40	-4,22%

Notas: * Previsiones del consenso de analistas. ** Dato de octubre de 2016.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y Consensus Economics.

Expectativas de mercado para el euríbor 12 meses



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Por ejemplo, en julio de 2016, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en instrumentos financieros se situaban por debajo del 1,3%.