Nota Breve 07/03/2019

Mercados · El BCE rebaja las previsiones de la eurozona y anuncia nuevas TLTROs

Principales mensajes y valoración

- Como se esperaba, **el BCE revisó a la baja las previsiones de crecimiento de la eurozona** (del 1,7% al 1,1% en 2019) **por la persistencia de factores de debilidad e incertidumbre**. Sin embargo, el BCE reiteró la visión de que la desaceleración de la actividad se debe a lastres transitorios y, en el medio plazo, mantiene un escenario positivo para la economía de la eurozona.
- Sin embargo, **el BCE sorprendió al acompañar las revisiones en las previsiones con nuevas medidas de política monetaria** (especialmente, al posponer la fecha orientativa para la primera subida de tipos a 2020 y anunciar una nueva inyección de liquidez con las llamadas TLTROs). Unas medidas esperadas para los próximos meses pero que, en general, todavía no se anticipaban para esta reunión.
- En conjunto, **las decisiones de hoy no reflejan un cambio en la visión** del escenario macroeconómico, sino que **persiguen dotar de mayor resiliencia a la economía de la eurozona** ante los riesgos bajistas y de naturaleza exterior.
- Tras estos anuncios, y en ausencia de cambios de calado en el escenario, no se esperan nuevas medidas de cara a las próximas reuniones, dado que el BCE ya ha fijado las condiciones para mantener un entorno monetario acomodaticio para lo que queda de 2019.

Política monetaria y entorno macroeconómico

- Con la actualización trimestral de sus previsiones, el BCE presentó un escenario macroeconómico para la eurozona que sigue siendo positivo, especialmente a medio plazo, pero que refleja una mayor persistencia de la debilidad de la actividad a corto plazo (véase tabla):
  - El BCE estima que los factores detrás de la debilidad de los indicadores de los últimos trimestres (principalmente de naturaleza global, como la desaceleración del comercio internacional y una mayor aversión al riesgo) son transitorios y terminarán por desvanecerse (de hecho, algunos indicadores ya han empezado a estabilizarse).
  - Sin embargo, estos lastres son más persistentes de lo inicialmente proyectado y afectarán sustancialmente al crecimiento en 2019.
  - También persiste la incertidumbre alrededor de elementos geopolíticos (como las tensiones comerciales o el desenlace del brexit) y de las vulnerabilidades en economías emergentes. Una incertidumbre que, además, ha hecho mella en el sentimiento económico.
  - Las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen contenidas y la desaceleración de la actividad ralentizará la recuperación de la inflación hacia el objetivo del BCE.
- Con esta visión del escenario, el BCE decidió, por unanimidad, tres medidas para asegurar que la política monetaria continúe favoreciendo unas condiciones financieras acomodaticias:
  - Pospuso la fecha orientativa de la primera subida de tipos, al señalar que espera mantener los tipos de referencia en los niveles actuales al menos hasta diciembre de 2019 (ant.: septiembre). En la rueda de prensa, Draghi desveló que algunos miembros proponían posponerla hasta marzo de 2020.
  - Reiteró la intención de continuar reinvirtiendo los vencimientos de activos en balance por un largo periodo de tiempo y más allá de la fecha en la que se produzca la primera subida de tipos.
  - Anunció una nueva ronda de TLTROs (operaciones con las que el BCE ofrece financiación a largo plazo al sector financiero) que se emitirán, trimestralmente, entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. El vencimiento de cada TLTRO será de 2 años y su tipo de interés estará indexado al tipo refi.

El BCE indicó que las TLTROs estarán diseñadas para incentivar un acceso al crédito favorable por parte de familias y empresas, pero no precisó los detalles técnicos.[1]

- Los riesgos se mantienen sesgados a la baja, algo que, según indicó Draghi, es poco usual cuando el BCE introduce nuevas medidas (pues se asume que éstas atajan los riesgos bajistas). La razón, según explicó Draghi en la rueda de prensa, es que, dado que las principales fuentes de debilidad son de naturaleza exterior, las medidas del BCE sirven para aumentar la resiliencia de la eurozona y no para atajar las fuentes de debilidad.
- No obstante, Draghi señaló que los miembros del BCE tienen confianza en el desempeño de la eurozona a medio plazo y consideran que las probabilidades de una recesión y/o un desanclaje de las expectativas de inflación son muy bajas.
- En particular, Draghi destacó que el buen desempeño del mercado laboral, el mayor dinamismo de los salarios y unas condiciones financieras acomodaticias siguen alimentando la expansión económica y la recuperación de la inflación. Además, Draghi también indicó que la actividad también se apoya en una política fiscal moderadamente expansiva en el conjunto de la eurozona.
- Preguntado sobre la posibilidad de que el BCE vuelva a reactivar el QE y las compras netas de activos, Draghi indicó que el Consejo de Gobierno no lo ha discutido y recordó que, mediante las reinversiones, el BCE sigue comprando activos en cantidades significativas, por lo que el fin de las compras netas no ha supuesto un endurecimiento de la política monetaria.
- Por último, Draghi volvió a señalar que el aplanamiento de las curvas de tipos de interés de los últimos meses muestra que los mercados entienden bien la función de reacción del BCE.

Nuevas previsiones del escenario macroeconómico

- El BCE revisó sustancialmente a la baja las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2019 debido a factores tanto externos (especialmente, por la desaceleración del comercio internacional) como internos (p. ej., el bache del sector automovilístico en Alemania).
- En lo que respecta a la inflación, el BCE también rebajó significativamente sus previsiones, en este caso como consecuencia de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento.

BCE: previsiones económicas (marzo 2019)

	2019	*2020*	*2021*
Crecimiento PIB	1,1 (1,7)	1,6 (1,7)	1,5 (1,5)
Inflación general	1,2 (1,6)	1,5 (1,7)	1,6 (1,8)
Inflación subyacente	1,2 (1,4)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)

Nota: Entre paréntesis, previsiones anteriores.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo.

Tipos de interés oficiales

- El BCE mantuvo el tipo refi en el 0,00%, así como el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y la remuneración de la facilidad de depósito en el 0,25% y el –0,40%, respectivamente, y señaló la

[1] En la anterior ronda, anunciada en 2016, el tipo de interés de las TLTROs podía ser inferior al tipo refi si la concesión de crédito neta de las entidades financieras superaba una cantidad objetivo (hasta llegar a un mínimo igual al tipo depo).

intención de mantenerlos en estos niveles, al menos, hasta finales de 2019 (y, en cualquier caso, por tanto tiempo como sea necesario para apoyar la recuperación de la inflación).

Reacción de los mercados

Los mercados reaccionaron a la reunión del BCE en dos tiempos. Inicialmente, con la publicación del comunicado en el que el BCE se limitaba a anunciar nuevas medidas de política monetaria, las bolsas aumentaron moderadamente, los tipos de interés se mantuvieron relativamente estables y el euro se depreció ligeramente frente a las principales divisas. Sin embargo, con la presentación de las nuevas previsiones macroeconómicas, y a lo largo de la rueda de prensa de Mario Draghi, las bolsas viraron y cerraron con pérdidas cercanas al 1% (que fueron más acentuadas en el sector bancario), los tipos de interés soberanos y las primas de riesgo periféricas flexionaron a la baja y el euro acentuó su depreciación.

***Adrià Morron Salmeron**, CaixaBank Research*

e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

NOTA BREVE es una publicación elaborada de forma conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF), que contiene informaciones y opiniones que proceden 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.