

Nota Breve 10/04/2019

Mercados financieros · Un BCE 'en pausa' reitera que los riesgos son bajistas

Principales mensajes y valoración

- Como se esperaba, **el BCE no modificó su política monetaria** y centró su reunión en analizar el estado del escenario económico de la eurozona.
- **El BCE reiteró la visión del escenario** que viene presentando en los últimos meses:
 - **La moderación del crecimiento de la eurozona responde a factores idiosincráticos y temporales**, así como a vientos de cara de naturaleza globales (como las tensiones geopolíticas o la desaceleración de China), mientras que **el mercado laboral y la demanda doméstica se mantienen dinámicos y respaldan la continuidad de la expansión económica**.
 - Mantiene que **la probabilidad de recesión para la eurozona es baja**. En este sentido, Draghi recordó que, desde 1970, el conjunto de países que conforman la eurozona ha vivido 50 baches (que es como el BCE caracteriza la moderación actual del crecimiento) frente a 4 recesiones.
 - No obstante, **también reconoce que los indicadores recientes siguen siendo débiles**, especialmente en el sector manufacturero, y que los lastres sobre la actividad están siendo más persistentes de lo inicialmente estimado, por lo que **la dinámica de crecimiento moderado probablemente continuará en los próximos meses**.
- Así, **el BCE se emplazó a seguir monitorizando el estado de la economía** y el grado de persistencia del bache que atraviesa la eurozona antes de tomar nuevas decisiones. **Es probable que no sea hasta junio**, con la actualización trimestral de sus previsiones macroeconómicas para la eurozona, **que el BCE concrete el coste al que ofrecerá las inyecciones de liquidez (TLTRO)** que se anunciaron en marzo.
- Más a medio plazo, si en junio el cuadro macroeconómico indica que la moderación del crecimiento de la eurozona sigue siendo más persistente de lo esperado, es probable que el BCE deba volver a posponer la fecha orientativa para la primera subida de tipos (que el BCE actualmente sitúa a finales de 2019, aunque tanto nosotros como el conjunto de analistas no la esperamos hasta mediados de 2020).

Política monetaria y entorno macroeconómico

- **El BCE presentó una visión algo mixta del escenario económico**, destacando que, por un lado, algunos de los lastres transitorios sobre el crecimiento han empezado a desvanecerse mientras que, por el otro, las incertidumbres de naturaleza externa siguen pesando sobre el sentimiento económico.
- Así, aunque el mercado laboral (donde destacan el crecimiento de la ocupación y el mayor dinamismo de los salarios) y la demanda doméstica mantienen un buen desempeño, **los riesgos sobre el crecimiento son preminentemente bajistas** (tensiones geopolíticas, amenazas proteccionistas, vulnerabilidades en economías emergentes) y la coyuntura requiere una política monetaria acomodaticia.
- Por ello, **el BCE reiteró que sigue respaldando unas condiciones financieras acomodaticias** con 1) su gestión de las expectativas (en particular, la indicación de que espera mantener los tipos de interés en los niveles actuales hasta, al menos, finales de 2019), 2) la plena reinversión de los activos en balance (que continuará por un largo periodo de tiempo y, en concreto, más allá del primer incremento de tipos) y 3) la nueva ronda de inyecciones de liquidez que empezará en septiembre (las llamadas TLTRO). Asimismo, el BCE también recordó que está preparado para usar todos los instrumentos que la coyuntura económica haga necesarios.
- Además, en la rueda de prensa, **Mario Draghi indicó que el coste de las nuevas TLTRO**, que todavía no se ha anunciado, **dependerá de la valoración que el BCE haga en las próximas reuniones del estado de**

la economía, así como del funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria a través del sector bancario.

- En este sentido, Draghi también señaló que **en los próximos meses el BCE valorará si se deben tomar medidas para mitigar los posibles efectos adversos sobre el sector bancario de un periodo prolongado de tipos de interés negativos** (lo que, como hemos comentado [anteriormente](#), podría materializarse en un *tiering* de los tipos de interés de la facilidad de depósitos, aunque Draghi indicó que ni esta ni otras posibilidades se habían discutido en la reunión de hoy).¹
- En un plano más técnico, Draghi explicó que el análisis del BCE sugiere que **el declive de las expectativas de inflación de mercado** (que recogen cotizaciones financieras como los *forwards* 5Y5Y) **se debe a movimientos en las primas de riesgo de inflación** y que, por lo tanto, y a diferencia de 2016, esta dinámica no refleja ni un deterioro real de las expectativas de inflación ni un riesgo de que estas se puedan desanclar. Además, Draghi aprovechó la ocasión para recordar que, a lo largo de la senda de convergencia de la inflación hacia el objetivo, el BCE puede tolerar desviaciones tanto a la baja como al alza.
- Por último, **Draghi cerró la rueda de prensa agradeciendo la labor del economista jefe del BCE, Peter Praet**, que asistió a su última reunión de política monetaria (dado que su mandato termina el 31 de mayo y será reemplazado por Philip Lane, el actual gobernador del Banco de Irlanda).

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, e indicó la intención de mantenerlos en estos niveles hasta, al menos, finales de 2019.

Reacción de los mercados

La reunión del BCE y la rueda de prensa posterior de Draghi transcurrieron con movimientos mixtos en los mercados. En las bolsas, los principales índices bursátiles de la eurozona avanzaron moderadamente pero las cotizaciones del sector bancario europeo disminuyeron, mientras que en los mercados de renta fija los tipos de interés soberanos flexionaron ligeramente a la baja y las primas de riesgo periféricas se mantuvieron relativamente estables. Por último, en el mercado de divisas, el euro se depreció a lo largo de la rueda de prensa pero siguió fluctuando alrededor de los \$1,12 en los que se ha situado en las últimas semanas.

Adrià Morron Salmeron, CaixaBank Research

e-mail: research@caixabank.com

AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN "NOTA BREVE" DE CAIXABANK

Las Notas Breves son una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes 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.

¹ Las reservas mínimas exigidas por el BCE están remuneradas al tipo refi (act. 0,00%), mientras que el resto de las reservas está remunerado al tipo de la facilidad de depósito (act. -0,40%). Con un sistema escalonado o de *tiering*, este resto de reservas se dividiría en escalones (*tiers*) con su propia remuneración, lo que reduciría el tipo que pagan los bancos por una parte de su exceso de reservas. Por ejemplo, el Banco de Japón aplica un sistema escalonado con tres tramos: uno al 0,10%, el segundo al 0,00% y el tercero al -0,10%.