Nota Breve 05/04/2019

Mercados financieros · BCE: los riesgos bajistas sobre el escenario centran el debate

Reunión del 10 de abril de 2019: qué esperamos

- **El BCE fijó la agenda de 2019 con los importantes anuncios de la reunión del pasado marzo**. En particular, tras posponer la fecha orientativa para la primera subida de tipos a 2020 y anunciar una nueva inyección de liquidez con las llamadas TLTRO (más detalles aquí), **no se espera que el BCE haga cambios de calado en su política monetaria en los próximos meses**.
- Así, en abril, muy probablemente el BCE se limite a reiterar la intención de mantener los tipos de interés en los niveles actuales hasta, al menos, finales de 2019 y recordar que seguirá presente en los mercados por un largo periodo de tiempo con las reinversiones de los activos en balance que vayan venciendo.
- No obstante, **la reunión será importante para tomar el pulso a cómo va evolucionando la visión del escenario macroeconómico** de la institución:
  - Hasta el momento, **el BCE ha reiterado que la debilidad de la eurozona en los últimos trimestres responde a lastres transitorios** (como la adaptación del sector del automóvil a las nuevas regulaciones de emisiones) y factores de riesgo e incertidumbre globales (como las dudas sobre el verdadero grado de desaceleración de la economía china).
  - Pero **la incertidumbre sobre cuán persistentes son estos lastres es elevada**. Ante el riesgo de que el entorno de bajos tipos de interés se prolongue más de lo esperado, en las próximas reuniones la atención también se centrará en posibles medidas que ayuden a paliar sus efectos adversos: en particular, el coste de la liquidez obtenida a través de las nuevas TLTRO (que todavía no se ha anunciado, y que el BCE puede modular en función de la evolución del escenario) y la posibilidad de implementar un tipo de interés escalonado para la facilidad marginal de depósitos (el llamado *tiering*).[1] De todos modos, todavía no se espera que se concreten estos detalles en abril.

Condiciones financieras y económicas recientes

- **La actividad de la eurozona avanza a un ritmo moderado**:
  - Los indicadores de los primeros meses de 2019 muestran leves mejoras respecto al último tramo de 2018 y son acordes con un ritmo de crecimiento positivo pero moderado.
  - Mientras el sector manufacturero sigue atravesando un bache (el índice PMI de actividad del sector se situó en los 49,1 puntos en el promedio del 1T 2019, en zona ligeramente contractiva), el sector servicios (índice PMI en los 53,4 puntos en el promedio del 1T 2019, por encima de los 50 puntos que separan la zona expansiva de la contractiva) y la demanda doméstica mantienen un tono positivo.
  - Así, en la medida en la que se disipen las incertidumbres y lastres comentados anteriormente, cabe esperar que la eurozona gane algo de dinamismo en la segunda mitad del año.
- **La inflación general** (1,4% en marzo) **y la subyacente** (1,0%) **se mantienen contenidas**, y las expectativas de inflación medidas con instrumentos financieros se han reducido. No obstante, **las expectativas de inflación a medio plazo de los analistas se mantienen cerca del 2%** y, además, el dinamismo que muestran los salarios (el indicador de salarios negociados que elabora el BCE avanzó un 2,2% en el 4T 2018, su mayor registro en seis años) respalda la recuperación de la inflación a medio plazo.

[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%.

- **Las condiciones financieras permanecen en terreno acomodaticio**. Los mercados financieros mantienen un tono constructivo y las bolsas se han recuperado de las caídas sufridas a finales de 2018. Por su parte, los tipos de interés siguen en niveles históricamente muy bajos y las primas de riesgo se mantienen en cotas moderadas.

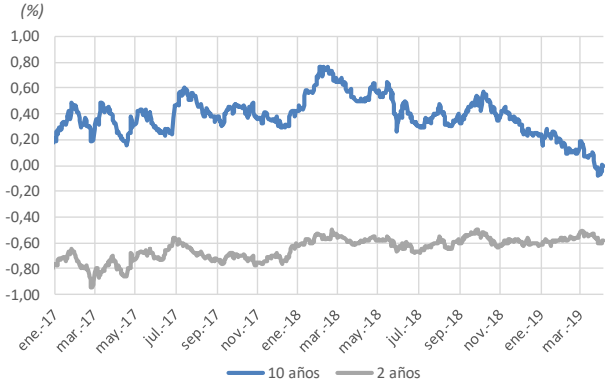
Perspectivas del BCE a medio plazo

- **El BCE se encuentra en un *impasse* entre el fin de las compras netas de activos** (implementado el pasado diciembre) **y la primera subida de tipos**. Aunque, en la hoja de ruta inicial, esta podía producirse en el último tramo de 2019, la moderación de la actividad en los últimos trimestres y la emergencia de riesgos bajistas (por ejemplo, tensiones geopolíticas, vulnerabilidades en economías emergentes o turbulencias financieras) han pospuesto los planes del BCE.
- **En los próximos meses, el BCE se mantendrá paciente antes de dar nuevos pasos en la retirada de los estímulos monetarios**:
  - Por un lado, la eurozona ha dejado atrás los factores de debilidad que hicieron necesaria una política monetaria extraordinariamente acomodaticia: 1) ha desaparecido el riesgo de deflación, 2) la actividad ha consolidado su recuperación y ha cerrado la brecha de producción, y el desempleo ha disminuido hasta niveles de 2006, y 3) los salarios exhiben algo más de dinamismo y apoyan una convergencia muy gradual hacia el objetivo de inflación.
  - Por otro lado, la incertidumbre sobre si la desaceleración de la actividad puede ser más persistente de lo esperado, lo que respalda, en los próximos meses, una actitud prudente por parte del BCE, sin modificar los parámetros de política monetaria y recordando que está preparado para actuar en caso de considerarlo necesario.
- El ajuste de los estímulos monetarios **es un proceso lento**. Es clave una comunicación clara que haga predecibles las decisiones del BCE y permita gestionar las expectativas y garantizar una normalización ordenada de las condiciones financieras. En este sentido, los importantes cambios en el seno del Consejo de Gobierno, con el fin de mandato del economista jefe Peter Praet en mayo (que será reemplazado por Philip Lane, el actual gobernador del Banco de Irlanda) y del presidente Draghi en octubre, suponen un reto para la gestión de la comunicación del BCE.
- Como parte de la estrategia de gradualidad, **el BCE difícilmente aumentará los tipos antes del primer trimestre de 2020**. Proseguirá, a partir de entonces, con alzas muy graduales y permanecerá en los mercados con la reinversión de los vencimientos por un largo periodo de tiempo.

***Adrià Morron Salmeron**, CaixaBank Research*
e-mail: research@caixabank.com

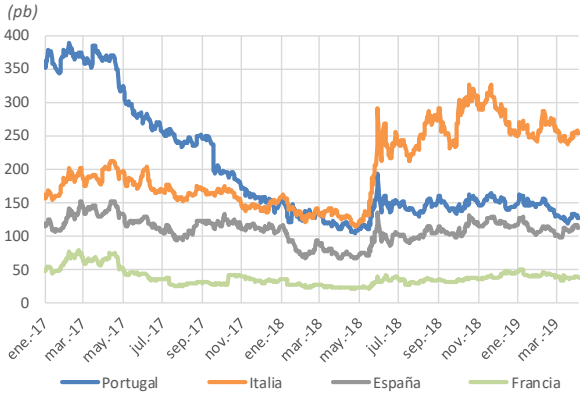
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



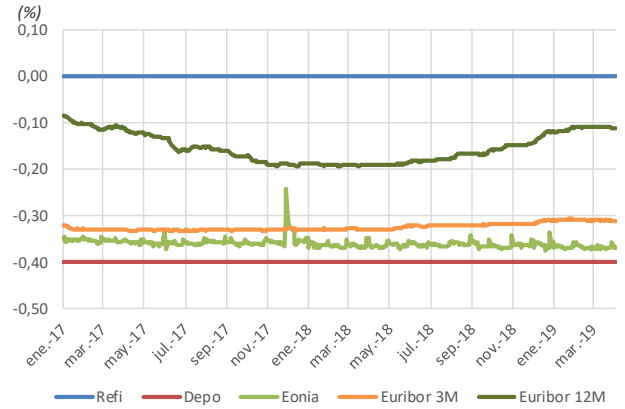
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



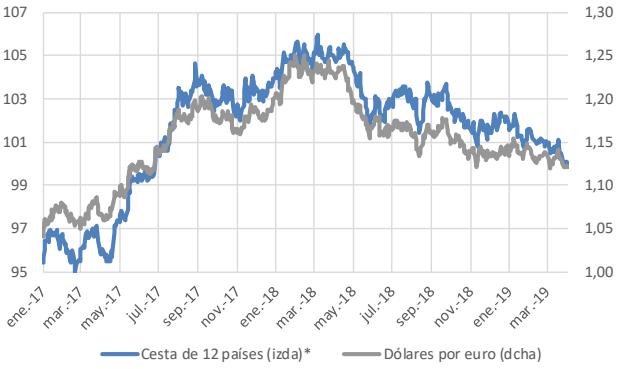
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



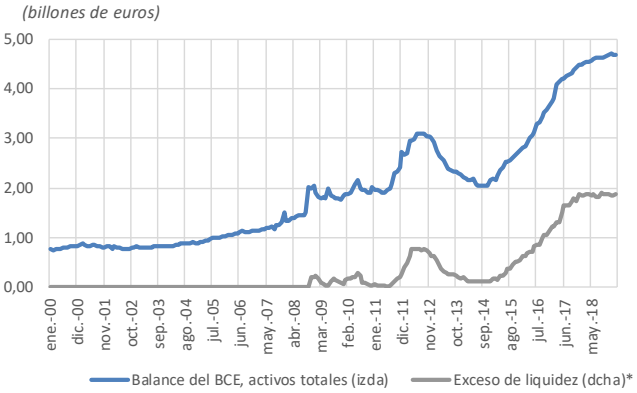
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

Tipos de cambio para la eurozona



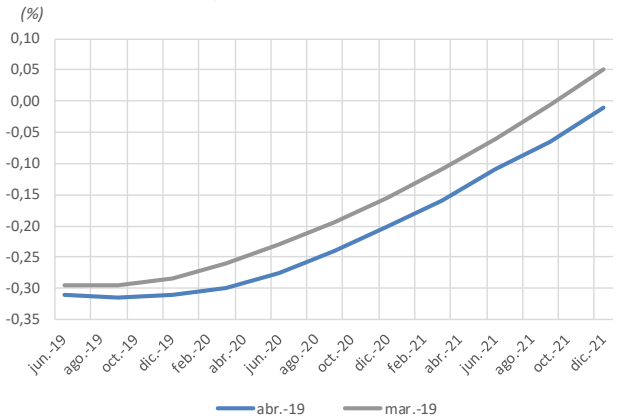
*Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Balance del BCE y liquidez



*Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

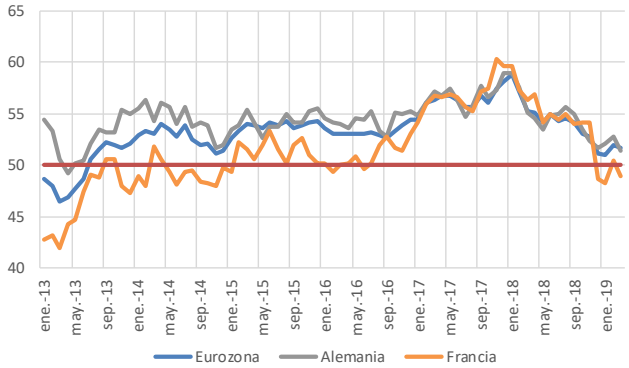
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



*Nota: *Futuros del euribor a 3 meses*
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

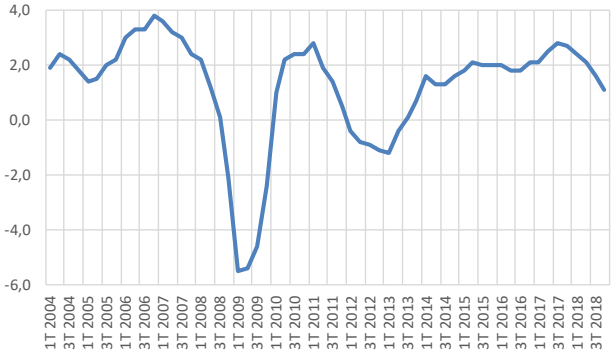
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



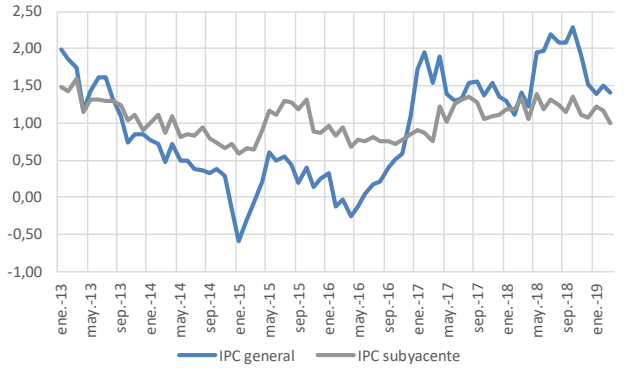
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



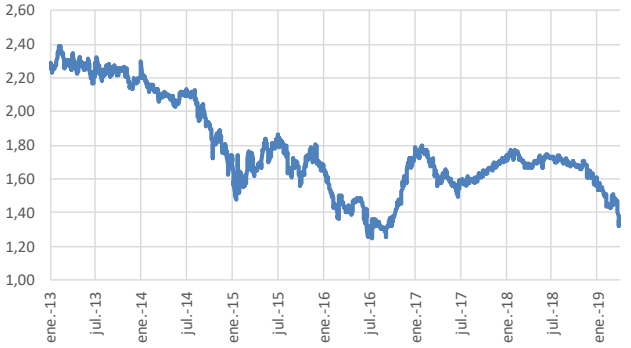
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: IPC armonizado
Variación interanual (%)



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

Expectativas de inflación de mercado para la eurozona
Forward de inflación a 5 años en 5 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

Eurozona: previsiones
Variación anual (%)

		Previsión BCE			Previsión CaixaBank Research		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	1,8	1,1	1,6	1,5	1,3	1,5	1,6
IPCA	1,8	1,2	1,5	1,6	1,4	1,6	1,8
IPCA sin energía ni alimentos	1,2	1,2	1,4	1,6	1,2	1,6	1,8

***Fuente** : CaixaBank Research, a partir de las proyecciones de marzo de 2019 del BCE.*

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.