

Nota Breve 31/05/2019

**Mercados financieros · El BCE concretará detalles, pero se mantendrá 'en pausa'**

## Reunión del 6 de junio de 2019: qué esperamos

- **La eurozona presenta un contraste entre los logros conseguidos hasta el momento** (p. ej., reducción del desempleo a niveles de 2006-2008, cierre de la brecha de producción, desaparición del riesgo de deflación y un dinamismo salarial algo mayor) **y una desaceleración del crecimiento del PIB** en los últimos trimestres que, en palabras del propio Mario Draghi, no apunta hacia una recesión sino que supone un bache temporal de la economía. La incertidumbre sobre cuán persistente es este bache continúa siendo elevada, por lo que **el BCE mantendrá inalterados los principales parámetros de política monetaria** (tipos de referencia y reinversión de vencimientos) en los próximos trimestres.
- **La actualización de las previsiones macroeconómicas, el coste de las TLTRO y los posibles efectos adversos de los bajos tipos de interés** centrarán la atención de la reunión.
- A pesar de una cierta mejora en los últimos meses, **los indicadores de actividad siguen siendo mixtos** (véase más abajo). Así:
  - Es probable que el BCE no modifique sustancialmente sus previsiones para la eurozona.
  - En las próximas reuniones podría posponer la fecha orientativa para la primera subida de tipos. Oficialmente, el BCE la sitúa a finales de 2019, pero desde CaixaBank Research, y en línea con el conjunto de analistas, no esperamos que se produzca antes de mediados de 2020 (posiblemente con un incremento del tipo depò previo a subir el refi a finales de año).
- El BCE deberá **concretar el coste al que ofrecerá la liquidez de la nueva ronda de TLTRO** que empezará en septiembre (véanse [aquí](#) los detalles que ya se conocen). Respecto a 2016, cuando se lanzó la anterior ronda, la economía de la eurozona se encuentra ahora en mucho mejor estado, por lo que todo apunta a que el coste de las nuevas TLTRO será algo mayor (según una reciente encuesta de Bloomberg, 25 p. b. por debajo del tipo refi en caso de cumplir los objetivos de concesión de crédito).
- Por último, en la anterior reunión, el BCE explicitó, por primera vez, **la necesidad de evaluar los efectos adversos de un largo periodo de bajos tipos de interés**. Ello ha llevado a especulaciones sobre la implementación de un tipo de interés escalonado para la facilidad marginal de depósitos (el llamado *tiering*).<sup>1</sup> No obstante, distintos elementos sugieren que el BCE puede ser reactivo a este sistema:
  - El BCE ya lo descartó en 2016, al considerar que conllevaba demasiada complejidad.
  - Es difícil comunicar la implementación del *tiering* sin mandar señales contradictorias. Aunque muy lentamente, el BCE ha encarado un proceso de retirada del estímulo, y así lo ha comunicado; sin embargo, la implementación del *tiering* podría interpretarse como una señal de que el BCE prevé mantener los tipos de interés en niveles muy bajos por un periodo más largo de tiempo.
  - Por último, los miembros del BCE que se han pronunciado públicamente sobre la herramienta han mostrado disparidad de opiniones, lo que sugiere que es un instrumento que no suscita consenso.

## Condiciones financieras y económicas recientes

- A pesar de que el crecimiento del PIB sorprendió al alza en el 1T 2019 (0,4% intertrimestral, tras un 0,2% en el 4T 2018 y un 0,1% en el 3T 2018), **los indicadores de actividad más recientes siguen en niveles contenidos** (índice PMI compuesto en los 51,5 puntos en abril y 51,6 en mayo, con unos registros para el sector manufacturero por debajo de la frontera de los 50 puntos) y sugieren que los factores temporales que han lastrado el crecimiento todavía persisten. Además, frente a una demanda doméstica resiliente, el entorno exterior se mantiene poco favorable ante el nuevo repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.

<sup>1</sup> Para más detalles sobre su funcionamiento, véase [aquí](#) el Observatorio del 5 de abril de 2019.

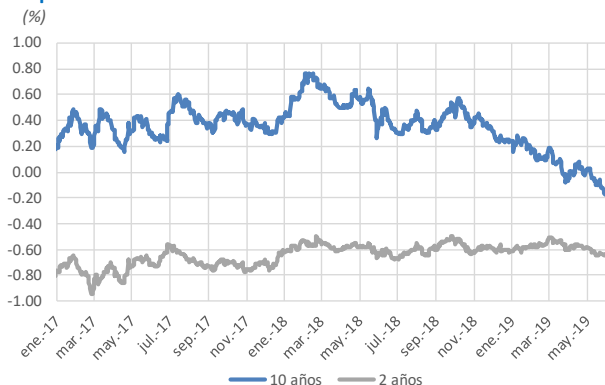
- **La inflación continúa moderada.** El reciente repunte de la inflación general y subyacente (hasta el 1,7% y el 1,4% en abril, respectivamente) se debió a efectos de calendario de Semana Santa y se revertirá en los próximos meses. Sin embargo, **las expectativas de inflación a medio plazo de los analistas 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 1T 2019, su mayor registro en seis años) respalda la recuperación de la inflación a medio plazo.
- **La volatilidad ha vuelto a sacudir a los mercados financieros.** El repunte de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, cuando estas parecían haber encauzado las negociaciones, ha provocado caídas generalizadas de las bolsas y un aumento de las primas de riesgo sobre la deuda corporativa. Sin embargo, los tipos de interés de la eurozona se mantienen en niveles muy bajos: el aumento de aversión al riesgo ha llevado al tipo de interés a 10 años de Alemania a caer hasta niveles no vistos desde 2016 y, a diferencia de otros episodios de turbulencias, las primas de riesgo de Portugal y España se han reducido.
- Aunque los instrumentos que miden las expectativas de los mercados financieros sobre los tipos del BCE han flexionado a la baja, posiblemente ello refleje factores técnicos (y no un cambio de expectativas). Nos referimos a los menores niveles que, según los test realizados, conllevarán el €STR y el euríbor híbrido.

## 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 (p. ej., 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 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, el fin de mandato del presidente Draghi en octubre supone un reto para la gestión de la comunicación del BCE.
- Como parte de la estrategia de gradualidad, **el BCE difícilmente aumentará los tipos antes de mediados de 2020.** A partir de entonces, esperamos que prosiga con alzas muy graduales y que permanezca en los mercados por un largo periodo de tiempo con la reinversión de los vencimientos.

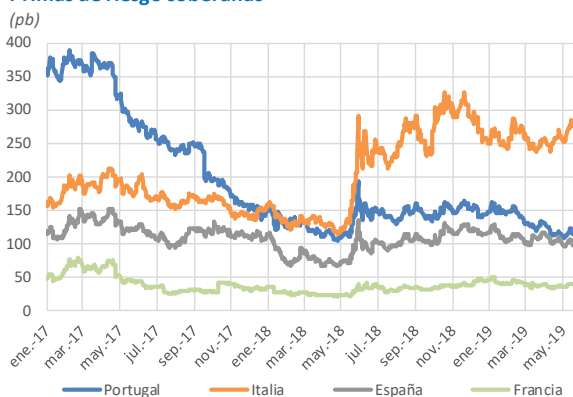
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



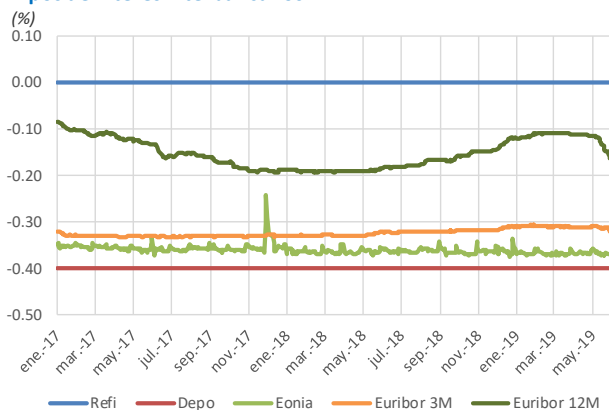
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



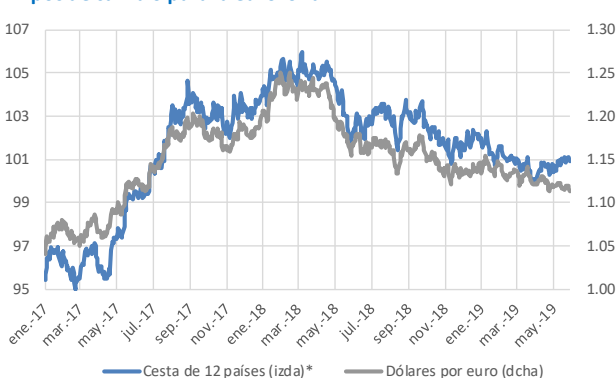
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés interbancarios



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

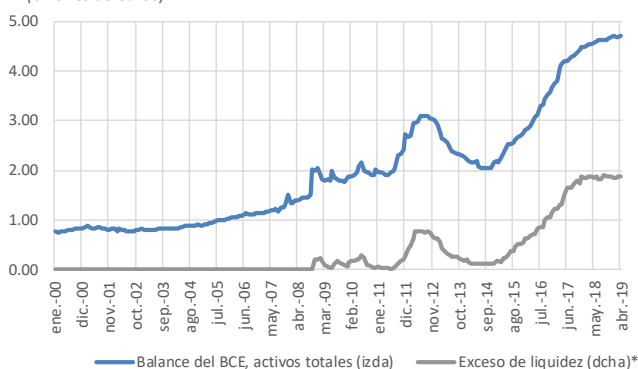
### Tipos de cambio para la eurozona



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

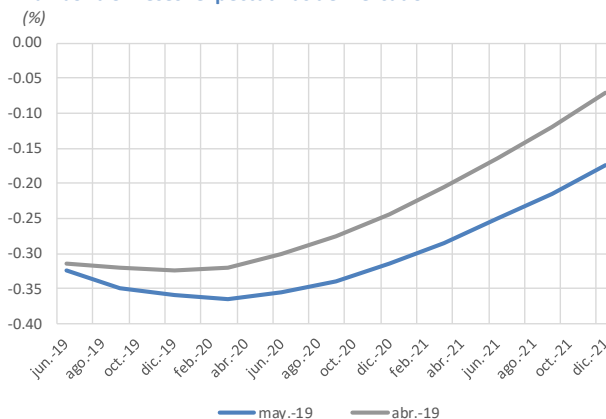
(billones de euros)



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\*

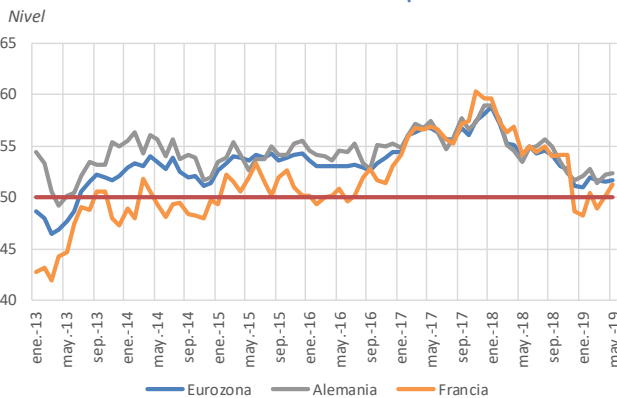


Nota: \*Futuros del euribor a 3 meses

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

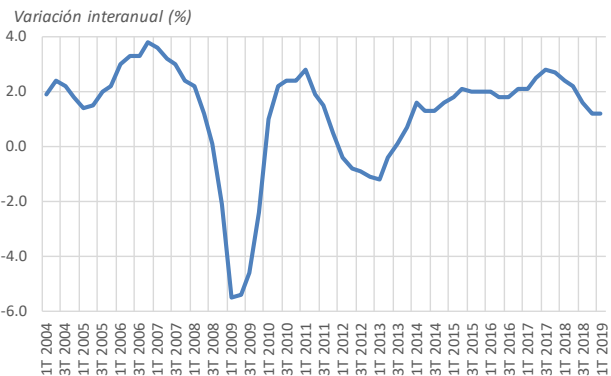
## Indicadores de condiciones económicas

### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



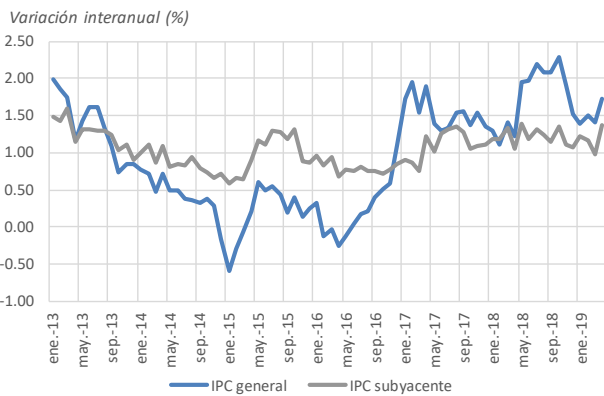
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### Eurozona: PIB



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

### Eurozona: IPC armonizado



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

### Expectativas de inflación de mercado para la eurozona



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	1.4
IPCA	1.8	1.2	1.5	1.6	1.3	1.5	1.8
IPCA sin energía ni alimentos	1.2	1.2	1.4	1.6	1.1	1.6	1.8

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

Adrià Morron Salmeron, CaixaBank Research, e-mail: [research@caixabank.com](mailto: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.