

Nota Breve 06/06/2019

Mercados · El BCE enfatiza las incertidumbres y su comunicación se torna más acomodaticia**Puntos clave**

- Como se esperaba, **el BCE no modificó sustancialmente sus previsiones** para la economía de la eurozona y **mantuvo una visión relativamente positiva del escenario a medio plazo**.
- No obstante, enfatizó que **las fuentes de incertidumbre se están prolongando y que se han acentuado**. Por ello, aunque no modificó los parámetros de su política monetaria, **el BCE mandó cuatro mensajes relativamente acomodaticios**:
 1. Pospuso la fecha orientativa para la primera subida de tipos hasta mediados de 2020.
 2. Ofreció unas condiciones de acceso a la liquidez de las TLTRO relativamente favorables.
 3. Reiteró que se mantendrá activo en los mercados por un largo periodo de tiempo con la reinversión de los vencimientos.
 4. Recordó que está preparado para actuar con todos los instrumentos necesarios en caso de que el escenario lo requiera.
- El tono más acomodaticio que adoptó el BCE con estos anuncios **incrementa la probabilidad de que el entorno de bajos tipos de interés de la eurozona se prolongue por un periodo más largo de tiempo**.

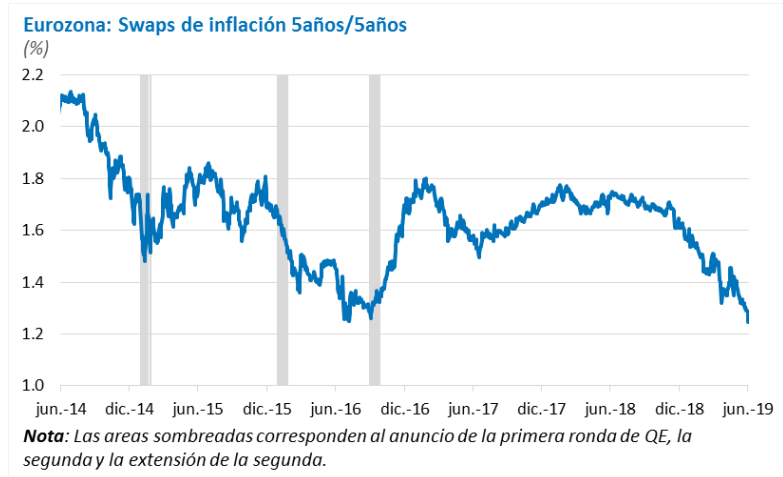
Principales mensajes de política monetaria y entorno macroeconómico

- Con la actualización trimestral de sus previsiones, **el BCE presentó un escenario macroeconómico para la eurozona muy parecido al que barajaba en marzo** (véase tabla) **pero puso un mayor énfasis en un mapa de riesgos que continúa sesgado a la baja**:
 - Por un lado, **la visión de medio plazo sigue siendo positiva** y se destaca que variables como la creación de empleo, la reducción del paro o el mayor dinamismo de los salarios demuestran que la economía se encuentra mejor que en los anteriores años.
 - Pero, por otro lado, **las incertidumbres** que afectan al escenario (tensiones geopolíticas, desaceleración del comercio mundial, amenazas proteccionistas y vulnerabilidades en economías emergentes clave) **se siguen prolongando e incluso acentúan su naturaleza negativa** (especialmente en el ámbito comercial), con lo que penalizan al sentimiento económico.
 - Así, aunque algunos datos han sorprendido en positivo (como el PIB del 1T) y la probabilidad de recesión es muy baja (en palabras del propio Draghi), **la mayoría de indicadores señalan un crecimiento moderado** de cara al segundo y tercer trimestre.
- Con esta visión del escenario, **el BCE reiteró la necesidad de mantener un entorno financiero acomodaticio que apoye la demanda doméstica y respalde la recuperación de la inflación**. En concreto, el BCE decidió:
 - Mantener los **tipos de interés inalterados y posponer la fecha orientativa para su primer incremento hasta mediados de 2020** (antes: finales de 2019). En la rueda de prensa, Draghi precisó que este retraso responde a la prolongación de las incertidumbres que afectan al escenario.
 - Reiterar que **mantendrá las reinversiones de activos por un largo periodo de tiempo** y más allá del momento en el que se empiecen a subir los tipos de referencia.
 - Respecto a la nueva ronda de inyecciones de liquidez (con las llamadas TLTRO):
 - El BCE concretó que **las TLTRO se podrán obtener a un coste igual al tipo refi + 10 p. b. que, si se cumplen unos objetivos de concesión de crédito, puede reducirse hasta el tipo de dep +**

- 10 p. b.** (en ambos casos, los tipo refi y depo que prevalezcan en promedio a lo largo de la vida de la TLTRO).¹
- La nueva ronda de TLTRO es algo menos generosa que las anteriores (en parte, con el objetivo de minimizar las oportunidades de *carry trade*)² pero siguen ofreciendo unas condiciones de financiación bastante favorables.
 - El BCE defendió que las TLTRO sirven para incentivar el flujo de crédito y mitigar el riesgo de disrupciones en la liquidez del sector financiero (que, con el vencimiento de las anteriores TLTRO y la exigencia regulatoria de emitir distintos instrumentos de deuda, se enfrentará a nuevas necesidades de financiación en los próximos trimestres).
- En la rueda de prensa, Draghi indicó que **el BCE está preparado para actuar con todas las herramientas necesarias**. Aunque mantienen la confianza en un escenario central razonablemente positivo, la prevalencia de incertidumbres negativas ha llevado a distintos miembros a plantear que, si el escenario empeora, el BCE debe estar preparado para la posibilidad de:
 - Volver a posponer la fecha orientativa para la primera subida de tipos...
 - ... o, si la coyuntura lo requiere, bajar de nuevo el tipo de la facilidad de depósitos y/o reanudar las compras de activos.
 - De hecho, Draghi puntualizó que no hay que dar por descontado que el próximo movimiento de los tipos sea al alza.
 - En cuanto a los posibles efectos adversos de **los bajos tipos de interés**, el BCE señaló que éstos **tienen un efecto neto positivo sobre la economía** (y sobre la transmisión de la política monetaria a través del sector financiero). No obstante, Draghi también indicó que, en un escenario que requiera volver a posponer la fecha orientativa para el primer incremento de tipos (o incluso bajar los tipos), deberían reevaluar esta conclusión.
 - Preguntado sobre la reducción de las expectativas de inflación de los últimos meses (véase el gráfico anexo), en la rueda de prensa Draghi indicó que es un fenómeno que el BCE sigue muy de cerca pero sobre el que mantiene una visión relativamente positiva:
 - La reducción se observa en instrumentos de mercado (mientras que las encuestas a analistas muestran unas expectativas de medio plazo muy cercanas al objetivo del 2%) y se está produciendo simultáneamente en distintas regiones del mundo: ello apuntaría a causas globales (y no idiosincráticas de la eurozona).
 - El BCE no observa ni riesgo de deflación ni de desanclaje de las expectativas de inflación.
 - Esta desconexión entre las expectativas observadas en instrumentos de mercado y las de los analistas sugiere que los mercados están poniendo en precio un escenario mucho más adverso (Draghi apuntaba, en el caso concreto de las tensiones comerciales, a que los mercados estarían temiendo disrupciones que van más allá de los intercambios comerciales).

¹ El vencimiento de las nuevas TLTRO será de dos años y se emitirán trimestralmente entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. En la anterior ronda, anunciada en 2016, el tipo de interés de las TLTRO partía del tipo refi y podía llegar a un mínimo igual al tipo depo si se cumplían los objetivos de concesión de crédito.

² Tomar prestada liquidez de las TLTRO para invertirla en un activo razonablemente seguro, como un bono soberano, con el mismo vencimiento. Actualmente, entre las principales economías de la eurozona, solo los bonos soberanos italianos a 2 años ofrecen un tipo de interés mayor que el coste de las TLTRO.



Nuevas previsiones del escenario macroeconómico

- El BCE revisó muy ligeramente al alza la previsión de crecimiento de 2019 (con toda probabilidad, por la sorpresa positiva del PIB del 1T) pero rebajó las de 2020 y 2021, fruto del empeoramiento del entorno exterior y la prevalencia de incertidumbres. Además, mantuvo el mapa de riesgos sesgado a la baja.
- En lo que respecta a la inflación, el BCE mantiene la expectativa de una recuperación muy gradual y solo realizó pequeños ajustes técnicos a sus previsiones.

BCE: previsiones económicas (junio 2019)

	2019	2020	2021
Crecimiento PIB	1,2 (1,1)	1,4 (1,6)	1,4 (1,5)
Inflación general	1,3 (1,2)	1,4 (1,5)	1,6 (1,6)
Inflación subyacente	1,1 (1,2)	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)

Nota: Entre paréntesis, previsiones anteriores.

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 depósitos en el 0,25% y el -0,40%, respectivamente, y señaló la intención de mantenerlos en estos niveles, al menos, hasta mediados de 2020.
- Es más, el BCE reiteró que, más allá de la fecha orientativa de mediados de 2020, los mantendrá tanto tiempo como sea necesario para garantizar unas condiciones de liquidez favorables y apoyar la recuperación de la inflación.

Reacción de los mercados

Los mercados reaccionaron a los anuncios del BCE con movimientos moderadamente a la baja. En concreto, las bolsas deshicieron las ganancias que venían exhibiendo a lo largo de la sesión y flexionaron ligeramente en negativo, lideradas por el sector financiero, mientras que los tipos de interés soberanos se adentraron en nuevos mínimos. En el mercado de divisas, por su parte, el euro se mantuvo errático alrededor de los 1,12 dólares.

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.