

Nota Breve 18/07/2019

## **Mercados financieros** · El BCE preparará el terreno para relajar la política monetaria en septiembre

### Reunión del 25 de julio de 2019: qué esperamos

- **El BCE ha pisado el acelerador desde su última reunión:**
  - Aunque en ella reiteró la preocupación por la persistencia de riesgos e incertidumbres, en general mantuvo unas previsiones positivas e hizo ajustes modestos a su política monetaria.
  - No obstante, en discursos posteriores, el presidente Mario Draghi y otros miembros del BCE mandaron mensajes de mayor inquietud sobre el escenario, **hasta el punto de explicitar que, en ausencia de mejoras, el BCE deberá implementar una política monetaria más acomodaticia.**
- Además de estos mensajes, la expectativa de que la Fed recorte sus tipos de interés en las próximas semanas o meses y la visión de que el clima de incertidumbre tiene visos de persistir a medio plazo nos llevan a **esperar que el BCE anuncie nuevos estímulos en los próximos meses** (una visión compartida por el grueso de analistas y que también se refleja en las cotizaciones financieras):
  - Dado el énfasis del BCE en la **complementariedad de sus instrumentos**, cabe esperar recortes de tipos de interés (que podrían ir acompañados de un sistema de *tiering*),<sup>1</sup> nuevas compras de activos y el retraso de la fecha orientativa para la primera subida de tipos (act.: mediados de 2020).
  - **Esperamos que el BCE señale estas intenciones en julio, pero que posponga su anuncio oficial hasta septiembre.** Así dispondrá de más datos (el PIB del 2T 2019 se conocerá el 31 de julio) y de la actualización trimestral de previsiones, además de ajustar más gradualmente su comunicación y evitar una sensación de urgencia que no se desprende de los indicadores económicos.

### Condiciones financieras y económicas recientes

- **Los indicadores de actividad apuntan a un crecimiento modesto**, fruto de comportamientos dispares entre los distintos sectores:
  - Por un lado, **los indicadores referentes a la actividad manufacturera y el sector exterior y los índices de sentimiento y confianza presentan registros débiles**, afectados por el clima de incertidumbre a nivel global, la desaceleración del comercio internacional y lastres idiosincráticos (como las dificultades que atraviesa el sector del automóvil).
  - Además, más allá del apoyo al sentimiento económico que, a corto plazo, pueda ofrecer la reanudación de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, **las raíces de las tensiones son profundas y es probable que la incertidumbre persista a medio plazo.**
  - Pero, por el otro lado, **el sector servicios mantiene un buen tono, los indicadores del mercado laboral siguen dinámicos y la demanda doméstica se muestra resiliente.**
- **La inflación se encuentra en cotas moderadas** (tanto la inflación general como la subyacente se situaron en el 1,3% interanual en junio) y hay señales contradictorias sobre su evolución futura:
  - La **estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo de los analistas** (cerca del 2%) y el mayor **dinamismo de los salarios** (el indicador de salarios negociados del BCE avanzó un 2,2% en el 1T 2019, su mayor registro en seis años) dan confianza en la recuperación de la inflación.
  - Sin embargo, en los últimos meses, coincidiendo con la moderación de las previsiones de crecimiento de la eurozona, se ha producido un marcado **deterioro de las expectativas de inflación**

<sup>1</sup> Para detalles sobre el *tiering*, véanse los Observatorios del [5 de abril](#) y del [31 de mayo](#).

**de mercado** (véanse los gráficos anexos), algo que, según los propios miembros del BCE,<sup>2</sup> refleja la expectativa de que la debilidad de la eurozona y de la demanda global persistirá a medio plazo.

- **Las condiciones financieras se relajan tras la volatilidad de mayo:**
  - En 2019, el entorno financiero ha combinado episodios de aversión al riesgo y periodos de optimismo, fruto de la sensibilidad a las tensiones políticas y los mensajes de los bancos centrales.
  - Desde junio, las cotizaciones han estado aupadas por la reanudación de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, y los mensajes en los que la Fed y el BCE apuntan a una política monetaria más acomodaticia. Con ello, las bolsas han acumulado avances de entre el 5% y el 10%, y los tipos de interés y las primas de riesgo han disminuido con fuerza (véanse los gráficos anexos).

## Perspectivas del BCE a medio plazo

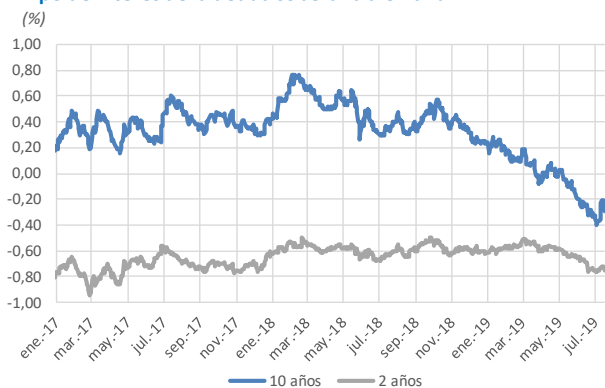
- **El BCE ha dado un vuelco a su hoja de ruta.** Si hace unos meses se encontraba en un *impasse* entre el fin de las compras netas de activos (implementado en diciembre de 2018) y el deseo de realizar la primera subida de tipos (señalizada para finales de 2019), la moderación de la actividad y la intensificación y persistencia de riesgos (p. ej., tensiones geopolíticas, vulnerabilidades en economías emergentes o turbulencias financieras) lo han llevado a posponer sus planes.
- **En los próximos meses, el BCE implementará una política monetaria más expansiva.** A la nueva ronda de inyecciones de liquidez que empezará en septiembre (las llamadas TLTRO-III, anunciadas en marzo),<sup>3</sup> muy posiblemente se le sumará un recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos, el reinicio de las compras netas de activos y un retraso en la fecha orientativa para la primera subida de tipos.
- **Esperamos un estímulo menor que en el pasado:**
  - La eurozona se encuentra en mucho mejor estado que en 2015 y 2016, cuando el BCE redujo agresivamente los tipos e implementó elevados volúmenes de compras de activos:
    1. A pesar de la reducción de las expectativas de inflación, no se ha producido un aumento destacable del riesgo de deflación.
    2. La actividad ha consolidado su recuperación, ha cerrado la brecha de producción y, aunque a un ritmo modesto, los indicadores apuntan a la continuidad de la expansión.
    3. El desempleo ha disminuido hasta niveles de 2006 y los salarios exhiben algo más de dinamismo y apoyan una convergencia (muy gradual) hacia el objetivo de inflación.
  - El estímulo se podría materializar en una reducción de 10 p. b. del tipo de la facilidad de depósitos (las estimaciones sugieren que el margen de recorte es cada vez menor) y un volumen de compras netas alrededor de los 30.000 millones de euros mensuales por un periodo no superior al año.
- Incluso si el estímulo es menor, **prolongará el entorno de bajos tipos de interés por un largo periodo de tiempo**, puesto que el ajuste de la política monetaria es un proceso gradual:
  - 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.
  - El BCE ha establecido una secuencialidad entre sus instrumentos, según la cual no se plantean alzas de los tipos de interés hasta poner fin a las compras netas de activos. Así, **el BCE difícilmente aumentará los tipos antes de finales de 2021**. 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.

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190711~6dcaf97c01.en.html>

<sup>3</sup> Más detalles y valoración de las TLTRO-III en el [Observatorio del 6 de junio de 2019](#).

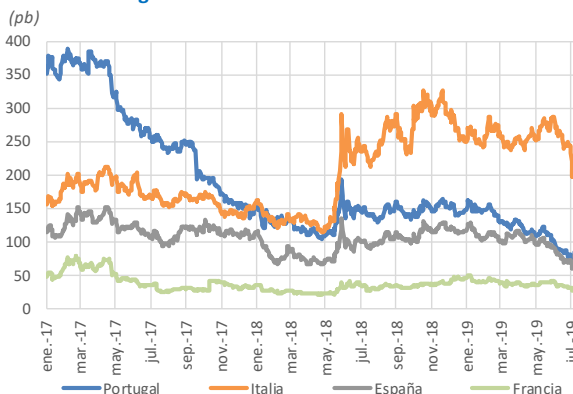
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



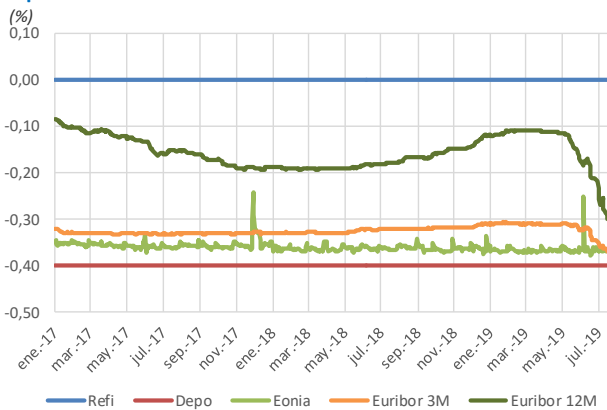
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



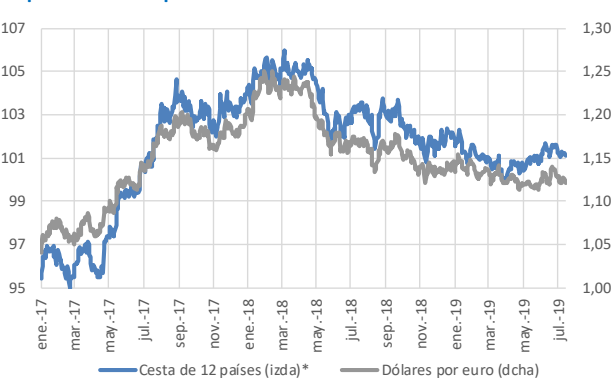
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés interbancarios



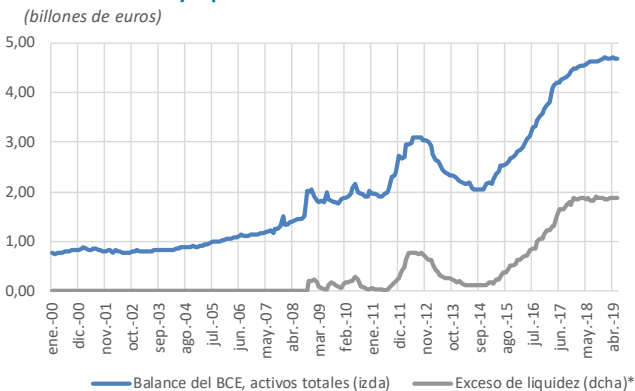
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

### Tipos de cambio para la eurozona



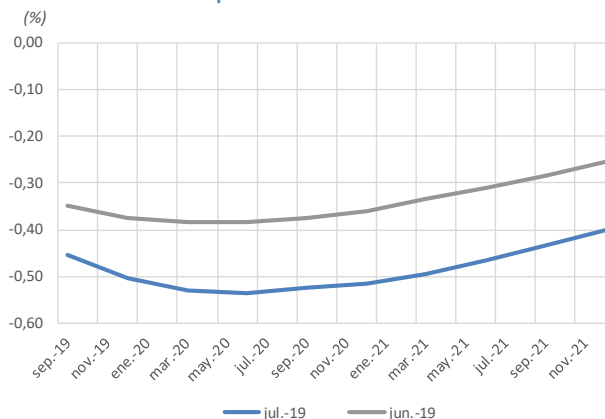
Nota: \*Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### 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.

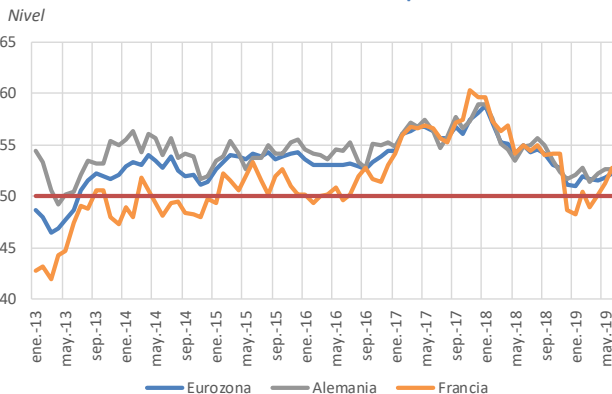
### Euribor a 3 meses: expectativas de mercado\*



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

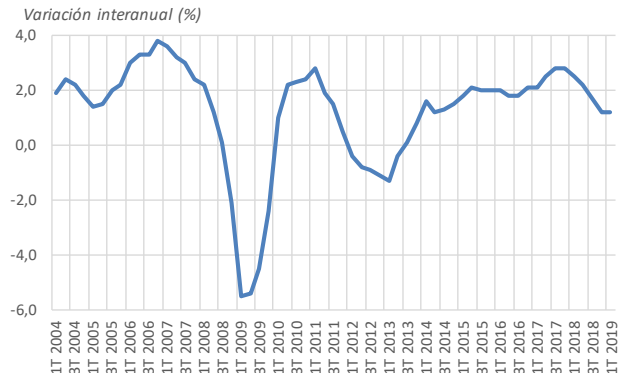
## Indicadores de condiciones económicas

### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



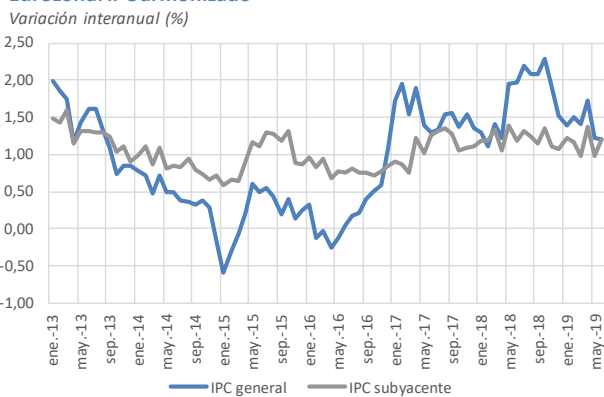
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### 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	1,9	1,2	1,4	1,4	1,3	1,5	1,4
IPCA	1,8	1,3	1,4	1,6	1,3	1,5	1,8
IPCA sin energía ni alimentos	1,2	1,1	1,4	1,6	1,2	1,6	1,8

Fuente: CaixaBank Research y proyecciones de junio de 2019 del BCE.

Adrian 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.