Nota Breve 06/09/2019

Mercados financieros · El BCE, ante un nuevo paquete de estímulo monetario

Reunión del 12 de septiembre de 2019: qué esperamos

- **En julio, el BCE sugirió que anunciaría un paquete de estímulo monetario en la reunión del próximo 12 de septiembre**.[1] Según indicó entonces el propio BCE, la decisión responde a:
  - La persistencia de una inflación contenida y por debajo del objetivo.[2]
  - La moderación del crecimiento mundial y la debilidad del comercio internacional, que están lastrando la actividad de la eurozona.
  - La prolongación de fuentes de incertidumbre a nivel global (como las tensiones comerciales y otros conflictos geopolíticos), que penalizan el sentimiento económico, especialmente en el sector manufacturero.
- Además, a estos factores **se les suma el giro hacia una política más acomodaticia que ha dado la Fed** (con un primer recorte de tipos en julio y la expectativa que los vuelva a reducir en los próximos meses).
- Dado que **el BCE siempre ha remarcado que sus instrumentos operan de forma complementaria** y ha reiterado los beneficios de aprovechar esta complementariedad, **esperamos**:
  - **Un recorte de 10 o 20 p. b. del tipo de interés** de la facilidad de depósitos, acompañado de un sistema de *tiering*.[3]
  - **El retraso de la fecha orientativa para la primera subida de tipos** hasta finales de 2021 (act.: mediados de 2020).
  - **Reemprender las compras netas de activos** a un ritmo moderado (~30.000 millones de euros mensuales, con predominio de la deuda pública pero también con un papel para los bonos corporativos) y por un periodo inferior al año.[4]

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La actividad crece a un ritmo modesto en la eurozona** (PIB 2T 2019: +0,2% intertrimestral, 1,2% interanual) y con disparidad entre países y sectores:
  - Mientras que, en términos intertrimestrales, el PIB de **Alemania se contrajo en el 2T e Italia siguió con unos registros apáticos** (0,0%), economías como **Francia** (+0,3%) **y España y Países Bajos** (+0,5% ambas) **mantuvieron su dinamismo**.
  - **Los indicadores del sector manufacturero continúan señalando debilidad mientras que el sector servicios se muestra razonablemente dinámico** (en agosto, los PMI de manufacturas y servicios de la eurozona se emplazaron en los 47,0 y 53,5 puntos, respectivamente).
  - **La demanda externa se resiente** de un entorno exterior más difícil (exportaciones: +0,0% intertrimestral en el 2T) **pero la demanda doméstica se mantiene resiliente** (consumo privado +0,2% e inversión +0,5%) y respaldada por el mercado laboral.
- **La inflación se encuentra en cotas moderadas** (la inflación general y la subyacente se situaron en el 1,0% y 1,1% interanual en agosto, respectivamente).

---

[1] Véase nuestra lectura de la reunión de julio aquí.

[2] El objetivo formal del BCE es conseguir, a medio plazo, una inflación cerca pero por debajo del 2%.

[3] El *tiering* está diseñado para mitigar los efectos adversos que puedan tener los tipos de interés negativos. Para más detalles, véanse los Observatorios del 5 de abril y del 31 de mayo.

[4] Con este diseño, distintas estimaciones sugieren que el BCE podría reanudar las compras netas sin necesidad de modificar elementos como los límites a la cantidad de activos de un mismo emisor y una misma emisión.

- **Las condiciones financieras se han tensionado a lo largo del verano**:
  - La intensificación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, así como de otros conflictos políticos (brexit, Italia), desembocó en preocupación sobre las perspectivas económicas globales en los mercados financieros y dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo.
  - El episodio se saldó con retrocesos de las bolsas (llegaron a acumular pérdidas superiores al 5% y registraron las peores sesiones del año), un aumento de las primas de riesgo sobre la deuda corporativa de peor calidad y una huida hacia activos considerados más seguros, que hundió todavía más los principales tipos de interés soberanos.
  - En la eurozona, la aversión al riesgo y la expectativa de una política monetaria más acomodaticia por parte del BCE han situado los tipos de interés soberanos del núcleo y la periferia en mínimos históricos (tipo a 10 años alemán a cierre de agosto: -0,70%; España: 0,11%; Portugal: 0,13%).

Perspectivas del BCE a medio plazo

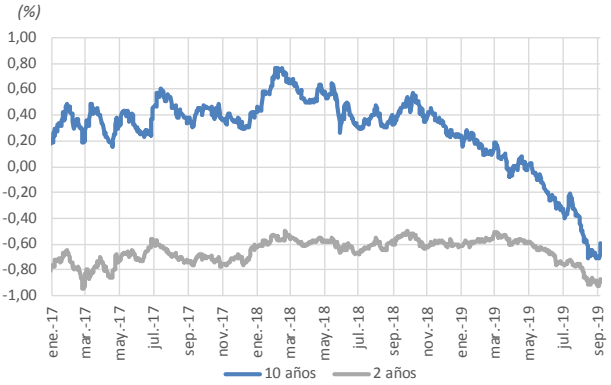
- **El BCE ha dado un vuelco a su hoja de ruta**. Si hace unos meses se encontraba en un *impasse* entre el fin de las compras netas de activos (implementado en diciembre de 2018) y el deseo de realizar la primera subida de tipos (señalizada para finales de 2019), la moderación de la actividad y la intensificación y persistencia de riesgos (p. ej., tensiones geopolíticas, vulnerabilidades en economías emergentes o turbulencias financieras) lo han llevado a hacer un giro de 180º en su política.
- **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),[5] 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 cerrado la brecha de producción. Además, la solidez de los servicios y del mercado laboral ofrecen un buen colchón para frenar la debilidad del sector manufacturero.
    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 10-20 p. b. del tipo de la facilidad de depósitos (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 realice alzas muy graduales y que permanezca en los mercados por un largo periodo de tiempo con la reinversión de los vencimientos.

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

[5] Más detalles y valoración de las TLTRO-III en el Observatorio del 6 de junio de 2019.

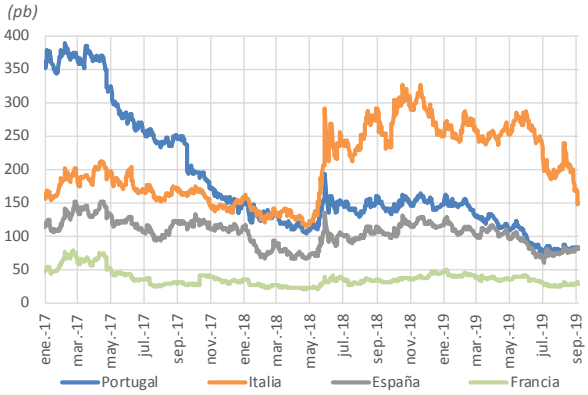
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



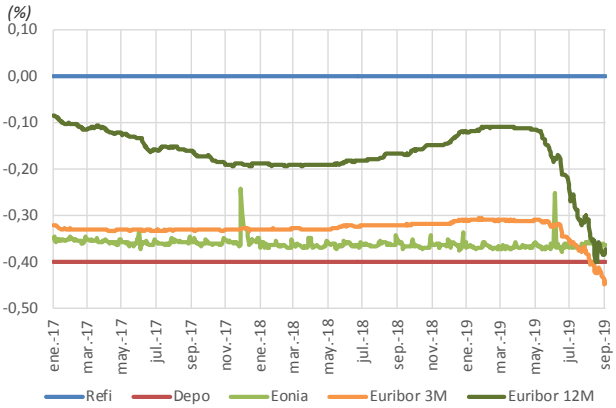
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



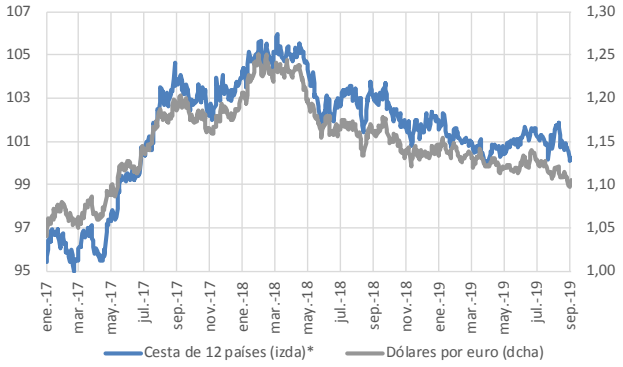
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

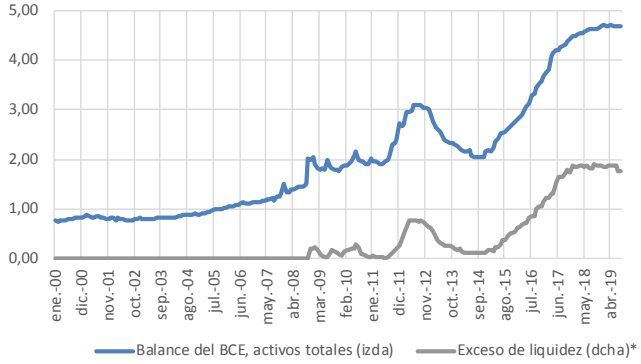
Tipos de cambio para la eurozona



*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

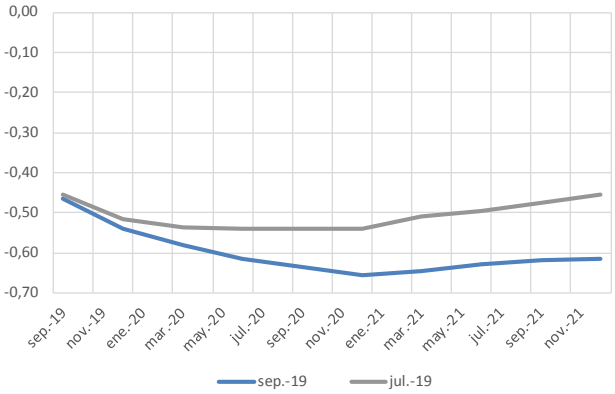
(billones de euros)



*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*

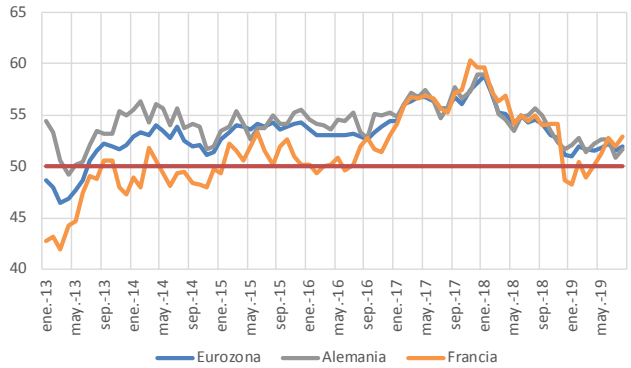
(%)



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

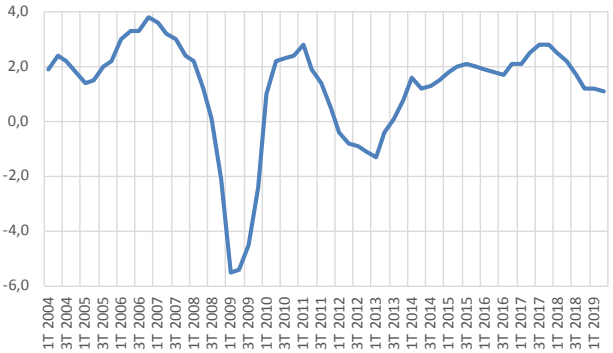
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



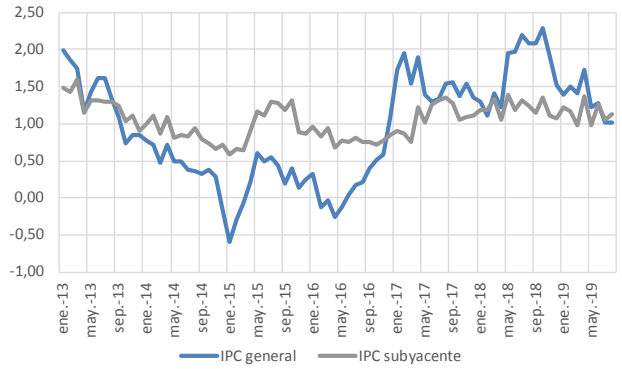
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



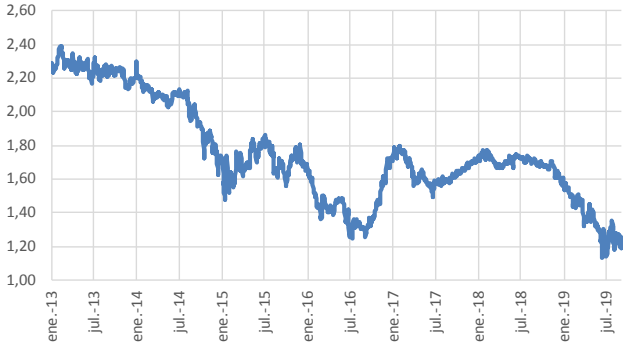
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

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	1,9	1,2	1,4	1,4	1,0	1,1	1,3
IPCA	1,8	1,3	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7
IPCA sin energía ni alimentos	1,2	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,7

***Fuente** : CaixaBank Research y proyecciones de junio 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.