Nota Breve 12/09/2019

Mercados · El BCE lanza un nuevo paquete de estímulo monetario

Puntos clave

- **El BCE lanzó un nuevo programa de estímulo monetario** que incluyó, a grandes rasgos, los ingredientes esperados por la mayoría de analistas y apuntados por el propio BCE en julio:
  1. **Recorta el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 p. b.**, hasta el -0,50%. No obstante, implementará un sistema de *tiering* con el que sólo una parte del exceso de liquidez depositado en el BCE será gravado al tipo depo (para el resto, el tipo de interés será del 0%).[1]
  2. **Reanuda las compras netas de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros**.[2] Las compras empezarán el próximo noviembre y, aunque no se oficializaron más detalles, Draghi señaló que la composición será parecida a la del pasado (eso es, con un papel destacado para la deuda pública y, en menor medida, la deuda corporativa).[3]
  3. **Elimina la referencia temporal sobre cuando se podría producir la primera subida de tipos** (ant.: mediados de 2020) **y sobre cuánto tiempo podrían durar las compras netas de activos**. Ahora, el BCE se limita a indicar que espera que los tipos se mantengan en sus niveles actuales (o más bajos) hasta que la inflación dé señales convincentes de converger al objetivo, mientras que prevé que las compras netas no terminarán hasta «poco antes» del primer incremento de tipos.
  4. **Mejora el atractivo de las operaciones de inyección de liquidez** al sistema financiero (las llamadas TLTRO-III, que se anunciaron en marzo y empezarán este septiembre). Finalmente, éstas tendrán un vencimiento a 3 años (inicialmente, dos) y su coste mínimo podrá ser igual al tipo de interés de la facilidad de depósito promedio a lo largo de la vida del préstamo (ant.: tipo depo + 10 p. b.).[4]
  5. Por último, el BCE reiteró que se mantendrá presente en los mercados por un largo periodo de tiempo, dado que seguirá reinvirtiendo los activos de su balance más allá de la fecha en la que suba tipos por primera vez.
- **El BCE sustentó estas decisiones en una visión más alicaída del escenario económico**, especialmente por: (i) una debilidad más marcada de los indicadores económicos de la eurozona, (ii) la prolongación de importantes incertidumbres (como las tensiones comerciales, conflictos geopolíticos a nivel europeo o vulnerabilidades en economías emergentes) y (iii) la persistencia de una inflación lejos del objetivo del BCE. **Ello se tradujo en una rebaja generalizada de sus previsiones de crecimiento e inflación** para la eurozona en los próximos años.
- Con las nuevas medidas, el BCE persigue mantener un entorno financiero acomodaticio que, ante un entorno exterior más adverso, dote de mayor resistencia a la economía de la eurozona y apoye la expansión de la actividad y la recuperación de la inflación.
- No obstante, **el Consejo de Gobierno del BCE demandó, unánimemente, un paso adelante en la política fiscal** de aquellos gobiernos que tengan margen para darlo y, en la rueda de prensa, el propio Mario Draghi puso mucho énfasis en que la política fiscal debería ser el principal factor de estímulo en el entorno actual.

[1] En concreto, el tramo exento será igual a 6 veces los requisitos de reservas mínimos de cada institución financiera (aunque este factor puede ir cambiando a lo largo del tiempo).
[2] Una cifra sensiblemente inferior a los 60.000 millones con los que se inició el primer programa en 2015.
[3] No se discutieron posibles ajustes a los límites de compras autoimpuestos por el BCE (como los límites a no comprar más de un 33% de un mismo emisor o de una misma emisión) dado que, según indicó Draghi, el BCE tiene amplio margen para seguir comprando activos sin necesidad de modificar estos límites.
[4] Siempre que se cumplan unos objetivos de concesión de crédito. Véanse más detalles sobre las TLTRO-III y la valoración de las condiciones inicialmente anunciadas aquí.

Otros mensajes de política monetaria y entorno macroeconómico

- Aunque el BCE enfatizó los elementos de riesgo para justificar el lanzamiento de un nuevo programa de estímulo, también **destacó en positivo la robustez del mercado laboral** (con buenas cifras de creación de empleo y mayor dinamismo en el crecimiento salarial).
- En este sentido, el BCE señaló que **la desaceleración de la eurozona refleja**, principalmente, **la debilidad del comercio internacional y las elevadas fuentes globales de incertidumbre**, que afectan especialmente al sector manufacturero de la eurozona.
- En lo que respecta a la inflación, el BCE indicó que **las presiones subyacentes siguen siendo contenidas y que las expectativas de inflación se encuentran en niveles bajos**, a pesar de que el banco central observa una mayor fortaleza de los costes laborales y una mayor utilización de la capacidad productiva.
- Por último, aunque el crecimiento del crédito al sector corporativo no financiero sigue siendo sólido, **el BCE puntualizó que se han observado algunos signos de debilidad en los préstamos a más corto plazo** (que son más sensibles al ciclo económico).
- En la rueda de prensa posterior a la reunión, el presidente Mario Draghi afirmó que **hubo un amplio acuerdo entre los miembros del Consejo de Gobierno sobre el deterioro del escenario económico**. No obstante, Draghi reconoció diferencias alrededor de la magnitud de este empeoramiento y, especialmente, sobre la intensidad con la que el BCE debería actuar.
- Así, mientras que hubo un gran consenso sobre los ajustes en los tipos de interés, las TLTRO y la comunicación (es decir, eliminar las referencias temporales sobre los futuros pasos del BCE), **Draghi admitió la existencia de opiniones contrarias a reanudar las compras de activos** (algo que, en las últimas semanas, miembros como los presidentes del Bundesbank y del Banco Central de los Países Bajos ya habían dejado entrever en sus declaraciones en prensa).
- Sobre la eliminación de las referencias temporales al fin de las compras netas y las subidas de tipos, Draghi señaló que de este modo la comunicación del BCE se ajusta mejor (y automáticamente) a la evolución del escenario y los indicadores económicos.
- Por último, **destacó el énfasis que el Consejo de Gobierno** (en su comunicado) **y el propio Draghi** (en la rueda de prensa) **pusieron sobre la política fiscal, reclamando que juegue un papel principal** (en aquellas economías que disponen de margen). En este sentido, Draghi reivindicó que, si la política fiscal hubiera sido más ambiciosa en los últimos años, en la actualidad la política monetaria del BCE no se encontraría tan exigida y no generaría los efectos adversos de los que se la acusa.

Nuevas previsiones del escenario macroeconómico

- **El BCE rebajó las previsiones de crecimiento** de la eurozona para 2019-20 fruto de (i) una mayor debilidad de los indicadores económicos de la eurozona, (ii) la persistencia de incertidumbres y (iii) la constatación de una inflación sostenidamente por debajo del objetivo del BCE. Además, mantuvo el mapa de riesgos sesgado a la baja.
- **En lo que respecta a la inflación, el BCE también rebajó las previsiones para 2019-21**, en parte ante la previsión de presiones bajistas por el lado de los precios energéticos, y mantiene la expectativa de una recuperación muy gradual.

BCE: previsiones económicas (septiembre 2019)

	2019	*2020*	*2021*
Crecimiento PIB	1,1 (1,2)	1,2 (1,4)	1,4 (1,4)
Inflación general	1,2 (1,3)	1,0 (1,4)	1,5 (1,6)
Inflación subyacente	1,1 (1,1)	1,2 (1,4)	1,5 (1,6)

Nota: Entre paréntesis, previsiones anteriores.

Tipos de interés oficiales

- El BCE redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 p. b. hasta el –0,50%, mientras que mantuvo el tipo refi en el 0,00% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 0,25%.
- Además, eliminó la referencia temporal sobre cuando se podría producir la primera subida de tipos (ant.: mediados de 2020) y se limitó a indicar que espera mantenerlos en los niveles actuales (o inferiores) hasta que la inflación de señales de converger al objetivo (cerca pero por debajo del 2%).

Reacción de los mercados

Los mercados se mostraron erráticos ante la reunión del BCE. Inicialmente, los anuncios del BCE fueron recibidos con caídas de los tipos de interés soberanos (cerca de los 9 p. b. en el caso del tipo alemán a 10 años), una ligera depreciación del euro y contrastes en la bolsa (avances en los principales índices, como el Eurostoxx 50, y pérdidas generalizadas entre las cotizaciones del sector financiero). No obstante, los movimientos se suavizaron en las últimas horas de la sesión: los tipos de interés soberanos moderaron su retroceso, el euro se estabilizó y, en las bolsas, los principales índices registraron avances modestos y las cotizaciones del sector financiero deshicieron parte de sus pérdidas iniciales.

***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.