Nota Breve 21/10/2019

Mercados financieros · El adiós de Draghi, en una reunión de transición pero en un contexto de desaceleración

Reunión del 24 de octubre de 2019: qué esperamos

- Tras cumplir con las expectativas y lanzar un nuevo paquete de estímulo en septiembre (más detalles en la sección final de este Observatorio), en octubre **no se esperan nuevos cambios en la política monetaria**.
- En la reunión de octubre, **la atención se centrará en la valoración que el BCE haga de los últimos indicadores económicos y la evolución del escenario**, dado que el nuevo paquete de estímulo responde a una visión más sombría de las perspectivas económicas.
- Además, **la del próximo jueves será la última reunión de Mario Draghi al frente del BCE**: su mandato concluye el 31 de octubre y Christine Lagarde tomará el relevo a partir del 1 de noviembre.[1] En este sentido, **cobrará importancia comprobar si se intensifica el desacuerdo sobre el rumbo que debería seguir el BCE** después de que en la última reunión hubiera signos de división en el Consejo de Gobierno.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La eurozona se enfrenta a un escenario más sombrío**, especialmente por: (i) una debilidad más marcada de los indicadores económicos, (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.
- **La actividad crece a un ritmo modesto** (indicadores como el €-coin apenas sugieren un avance del PIB del 0,2% intertrimestral en el 3T) y con disparidad entre países y sectores:
  - **El sector industrial sigue sufriendo, pero el sector servicios resiste** (en septiembre, los PMI de manufacturas y servicios de la eurozona se emplazaron en los 45,7 y 51,6 puntos, respectivamente).
  - **La demanda externa se resiente** de un entorno exterior más difícil, **pero la demanda doméstica se mantiene resiliente** y respaldada por el mercado laboral.
  - Mientras **Alemania** (que probablemente habrá entrado en recesión técnica en el 3T) **sigue penalizada por las dificultades de los sectores exterior e industrial e Italia continúa con unos registros apáticos**, economías como **Francia y España mantienen un mejor desempeño**.
- **La inflación se encuentra en cotas moderadas** (la inflación general y la subyacente se situaron en el 0,8% y 1,2% interanual en septiembre, respectivamente).
- **Las condiciones financieras se han vuelto a relajar tras un verano turbulento**:
  - Las bolsas y los tipos de interés se han recuperado gracias a las declaraciones conciliadoras entre EE. UU. y China y las medidas de los bancos centrales.
  - Las cotizaciones de mercado todavía reflejan la expectativa de un mayor estímulo monetario (entre dos y tres nuevos recortes por parte de la Fed hasta finales de 2020 y un nuevo recorte de 10 p. b. por parte del BCE en los próximos trimestres). Sin embargo, estas expectativas eran mucho más acentuadas en agosto y se han ido suavizando en los últimos dos meses.

[1] Mario Draghi deja un BCE en la frontera tecnológica de la política monetaria, pero en el que han aparecido dudas sobre la efectividad de las nuevas medidas de estímulo. Estas dudas se han manifestado en el seno del propio BCE y Christine Lagarde empezará su mandato con un Consejo de Gobierno en el que ha aumentado el desacuerdo. Recientemente repasamos el legado de Draghi y los retos que encara Lagarde en el artículo «El adiós de (Super) Mario Draghi», disponible en www.caixabankresearch.com

- A pesar de esta recuperación, el entorno financiero se mantiene frágil y se muestra sensible a los mensajes de los bancos centrales, a las fuentes de riesgo político y a las dudas sobre el alcance de la desaceleración de la economía global.

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 (por ejemplo, tensiones geopolíticas, vulnerabilidades en economías emergentes o turbulencias financieras) lo han llevado a hacer un giro de 180 grados en su política.
- **El pasado septiembre, el BCE lanzó un nuevo programa de estímulo**:
  - Recortó el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 p. b., hasta el –0,50%. No obstante, implementará un sistema de *tiering*[2] con el que solo una parte del exceso de liquidez depositado en el BCE será gravada al tipo depo (para el resto, el tipo de interés será del 0%).
  - Anunció nuevas compras netas de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros, con una composición parecida a la del pasado (eso es, con un papel destacado para la deuda pública y, en menor medida, la deuda corporativa). Estas empezarán en noviembre.
  - El BCE 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.
  - Mejoró el atractivo de las operaciones de inyección de liquidez al sistema financiero (las llamadas TLTRO-III). Finalmente, estas tendrán un vencimiento a 3 años 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.[3]
- No obstante, **la intensidad del estímulo es menor que en el pasado**, dado que la eurozona se encuentra en mejor estado cíclico 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.
- 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.

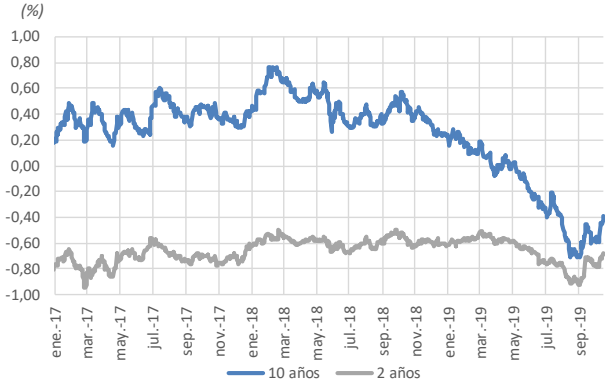
***Adrià Morron Salmeron**, CaixaBank Research, e-mail: research@caixabank.com*

[2] 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.

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

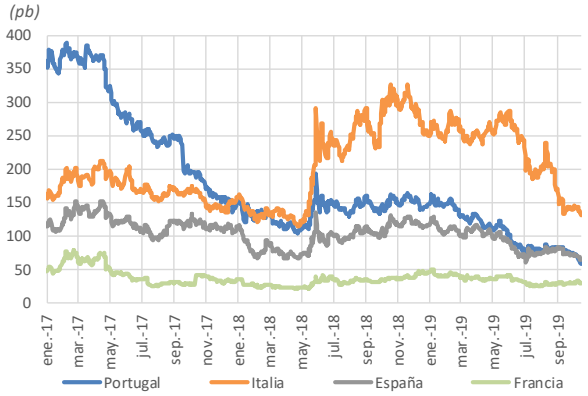
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



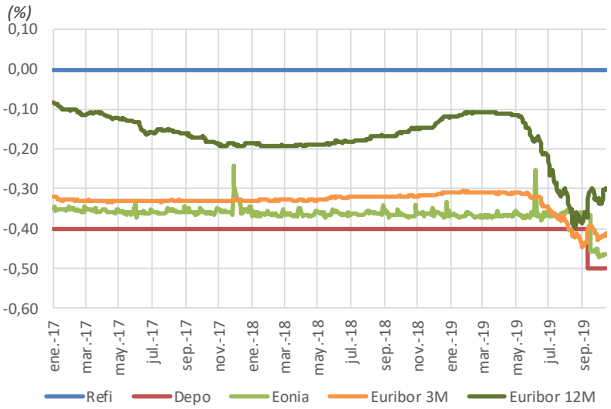
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



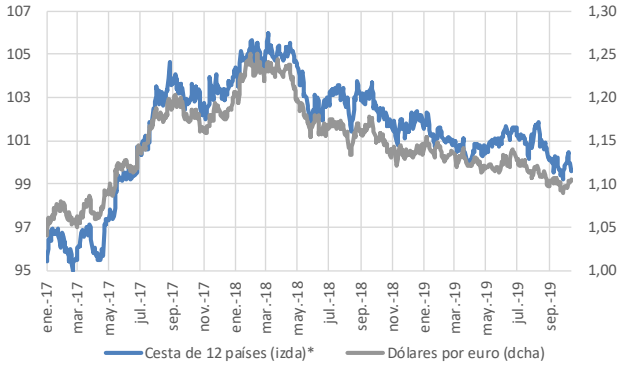
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



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

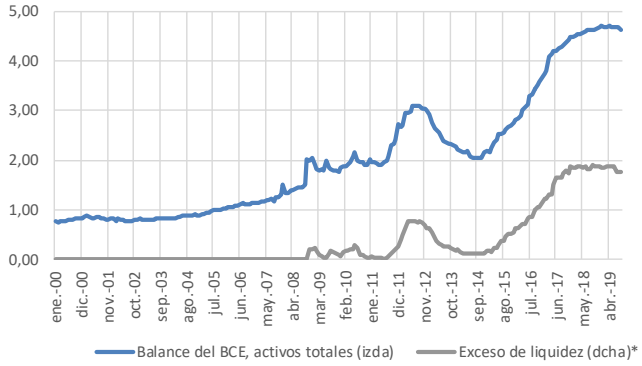
Tipos de cambio para la eurozona



*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

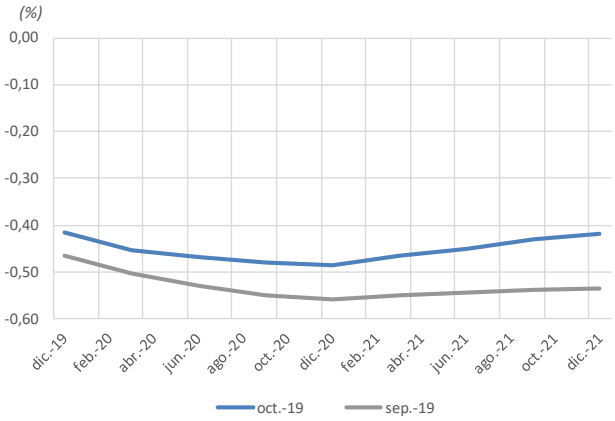
(billones de euros)



*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*

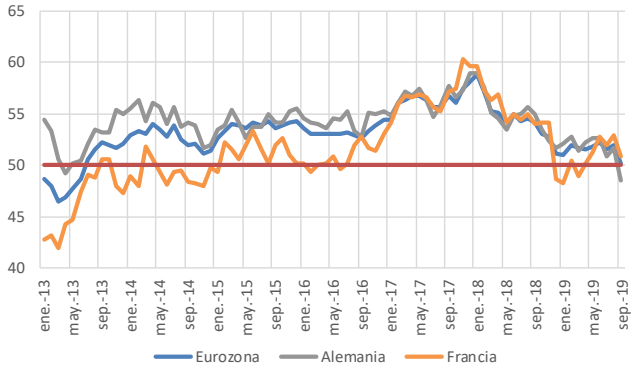
(%)



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

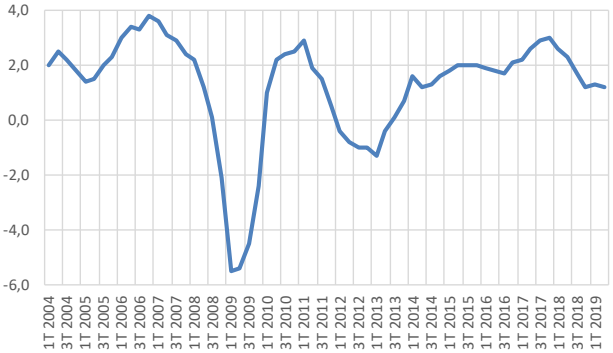
Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto
Nivel



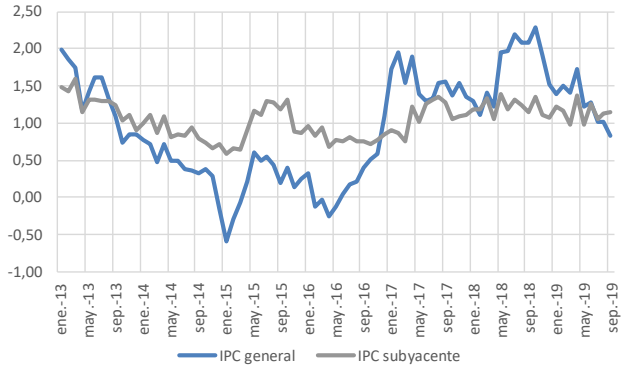
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: PIB
Variación interanual (%)



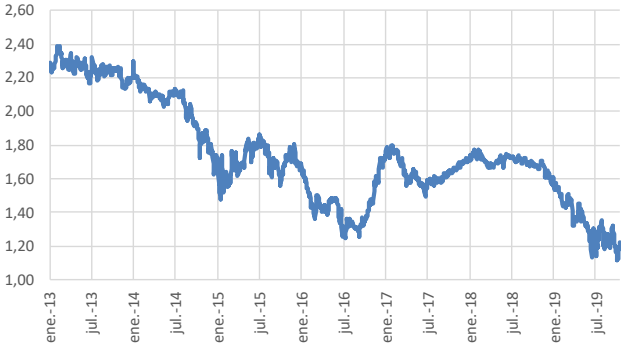
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

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	1,1	1,2	1,4	1,0	1,1	1,3
IPCA	1,8	1,2	1,0	1,5	1,1	1,2	1,7
IPCA sin energía ni alimentos	1,2	1,1	1,2	1,5	1,1	1,3	1,7

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