

Nota Breve 05/12/2019

**Mercados financieros** · El BCE, como la Fed, en modo «wait and see»

## Reunión del 12 de diciembre de 2019: qué esperamos

- Christine Lagarde presidirá su primera reunión al frente del BCE el próximo 12 de diciembre. Aunque **no se esperan cambios en la política monetaria** (Mario Draghi dejó el rumbo fijado con el paquete de estímulo lanzado en septiembre), los mensajes de Lagarde serán clave para esclarecer su visión sobre el estado de la economía de la eurozona y determinar el grado de cohesión de un BCE en el que hay desacuerdo sobre el grado de estímulo monetario que requiere el escenario.
- Además, **la atención también se centrará en las nuevas previsiones macroeconómicas del BCE**, así como en la valoración de los últimos indicadores económicos: en el lado negativo, estos siguen reflejando un crecimiento muy comedido pero, por el lado positivo, no señalan una desaceleración más intensa. Y, mientras este equilibrio no se decante, cabe esperar un BCE en modo «wait and see».

## Condiciones económicas y financieras recientes

- **La eurozona se encuentra en un escenario de claroscuros**, especialmente por: (i) unos indicadores económicos encallados en avances modestos, (ii) la prolongación de importantes incertidumbres (como las tensiones comerciales, la resolución del brexit o vulnerabilidades en economías emergentes) y (iii) la persistencia de una inflación lejos del objetivo del BCE.
- **El crecimiento de la actividad se encalla en ritmos modestos**. El PIB de la eurozona avanzó un 0,2% intertrimestral en el 3T, el mismo registro que en el 2T, y los indicadores (como el €-coin) apuntan a la continuidad de un ritmo de crecimiento modesto en el 4T (en torno al 0,1%-0,2%). No obstante, hay comportamientos dispares entre países y sectores:
  - Entre las principales economías, **contrasta el estancamiento de Alemania e Italia** (ambas con un 0,1% intertrimestral en el 3T) **con un mayor dinamismo en Francia (0,3%) y España (0,4%)**.
  - **La demanda doméstica** (y, especialmente, el consumo de los hogares, con un crecimiento intertrimestral del 0,5% en el 3T) **se mantiene resiliente y bien sustentada por el mercado laboral** (con un desempleo en niveles de 2006 y mayor dinamismo salarial), mientras que **la demanda externa se resiente de un entorno exterior más difícil**.
  - **El sector industrial sigue en contracción pero los servicios resisten mejor** (en noviembre, los PMI de manufacturas y servicios de la eurozona se situaron en los 46,9 y 51,5 puntos, respectivamente).
- **La inflación se encuentra en cotas moderadas**. En noviembre, la inflación general se situó en el 1,0% interanual, mientras que el repunte de la subyacente hasta el 1,5% (1,2% en octubre) refleja factores temporales (como la volatilidad en los precios de paquetes turísticos).
- **Las condiciones financieras se asientan en el terreno acomodaticio**:
  - Los inversores han recuperado el apetito por el riesgo de la mano del tono acomodaticio de los principales bancos centrales, un tono negociador más constructivo entre EE. UU. y China y un menor temor a una desaceleración abrupta de la economía mundial.
  - Desde finales de verano, las principales bolsas acumulan avances cercanos al 10%, mientras que los tipos de interés soberanos y las primas de riesgo permanecen en niveles contenidos.
  - Asimismo, se han suavizado las expectativas de mercado sobre un mayor estímulo monetario. En concreto, mientras que en verano los inversores apuntaban a dos nuevos recortes por parte de la Fed hasta finales de 2019 y otros dos en 2020, ahora las cotizaciones reflejan la expectativa de un solo recorte en 2020. Por otro lado, la probabilidad implícita en los mercados de un nuevo recorte de tipos por parte del BCE ha disminuido hasta el 30% (era superior al 80% a principios de octubre).

- 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 cimentado la expectativa de un largo periodo de bajos tipos de interés con el programa de estímulo lanzado el pasado septiembre:**
  - Recortó el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 p. b., hasta el -0,50%. No obstante, se implementa un sistema de *tiering* con el que sólo una parte del exceso de liquidez depositado en el BCE está gravado al tipo depo (para el resto, el tipo de interés es del 0%).<sup>1</sup>
  - 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).
  - 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.
  - Las operaciones de inyección de liquidez al sistema financiero (las llamadas TLTRO-III) se lanzan con un mayor atractivo. Tienen 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.
- 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.

---

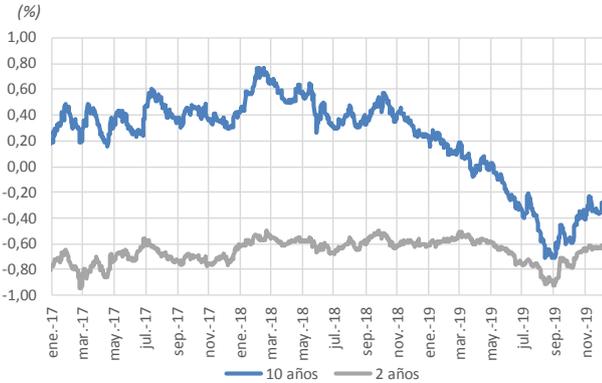
Adrià Morron Salmeron, CaixaBank Research  
e-mail: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

---

<sup>1</sup> En concreto, solo se grava con un tipo negativo el exceso de reservas que supere en seis veces el mínimo de reservas exigidas por el BCE a cada entidad financiera con acceso a la facilidad de depósitos.

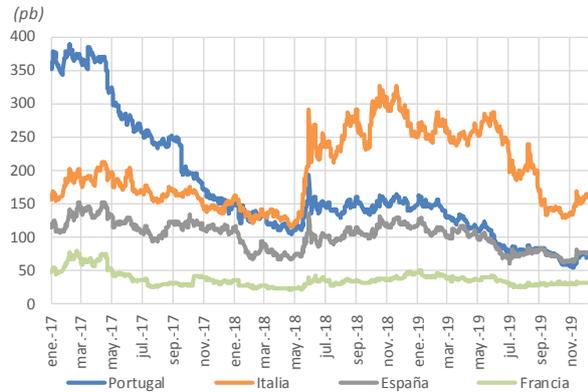
## Indicadores de condiciones financieras

### Tipo de interés de la deuda soberana alemana



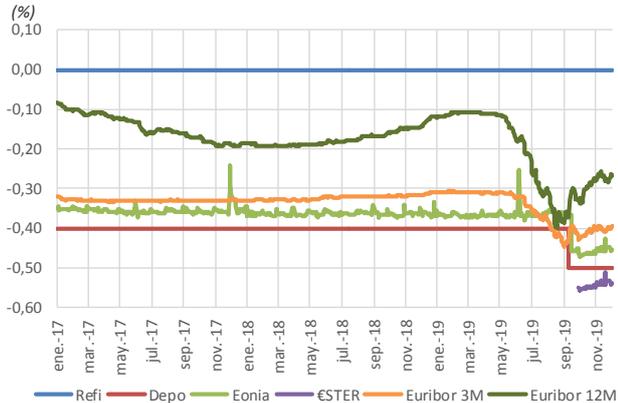
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Primas de riesgo soberanas



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

### Tipos de interés interbancarios



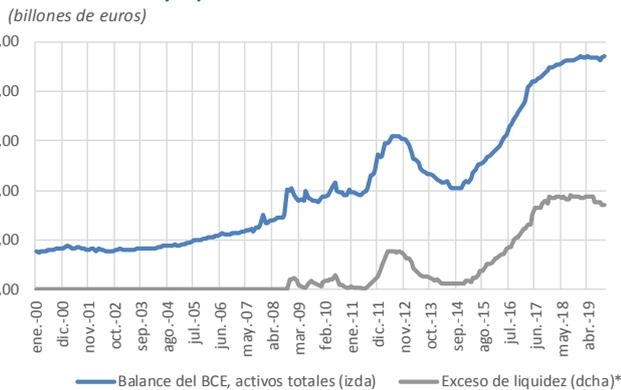
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

### 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.

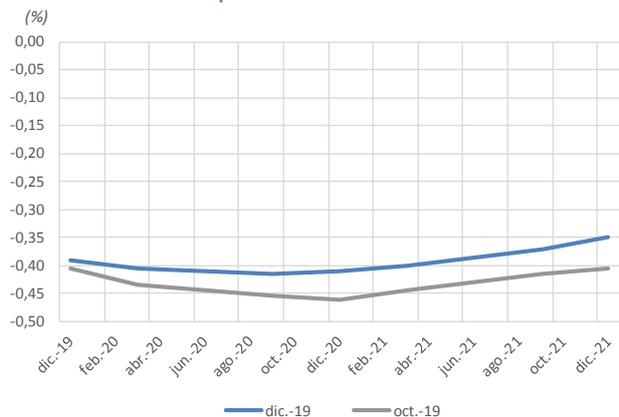
### Balance del BCE y liquidez



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\*



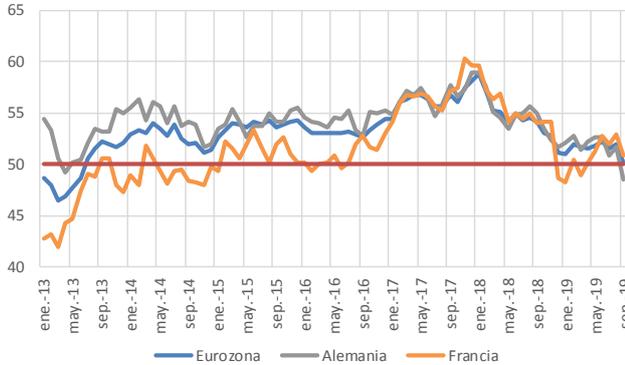
Nota: \*Futuros del euribor a 3 meses

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

## Indicadores de condiciones económicas

### Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

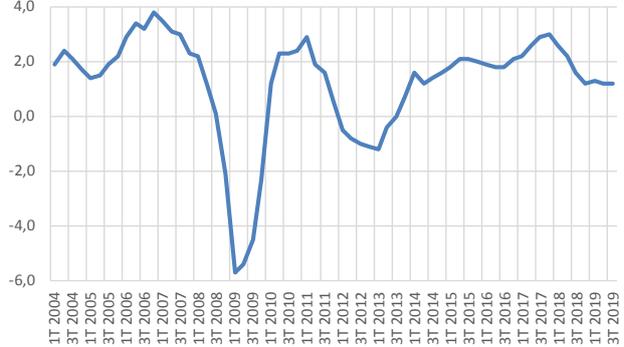
Nivel



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

### Eurozona: PIB

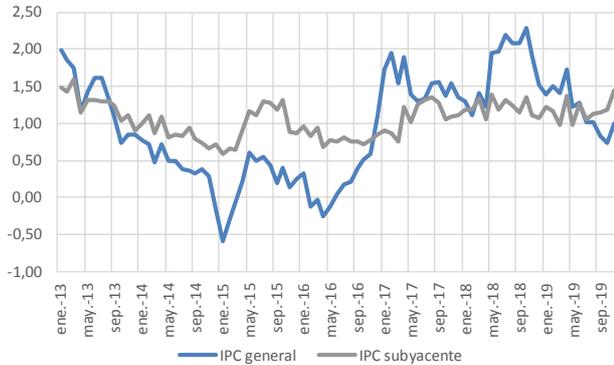
Variación interanual (%)



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

### Eurozona: IPC armonizado

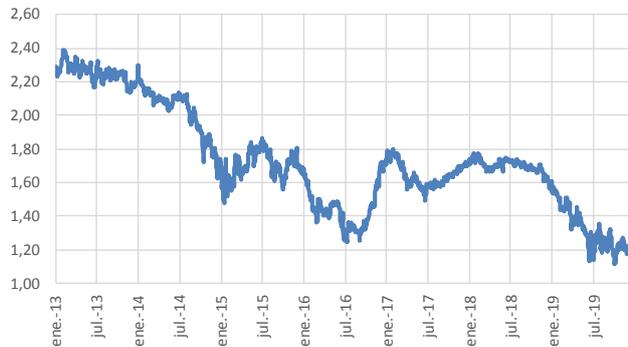
Variación interanual (%)



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	1,1	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.