

Nota Breve 03/12/2020

Mercados financieros · El BCE prepara más leña contra la COVID-19

Reunión del 10 de diciembre de 2020: qué esperamos

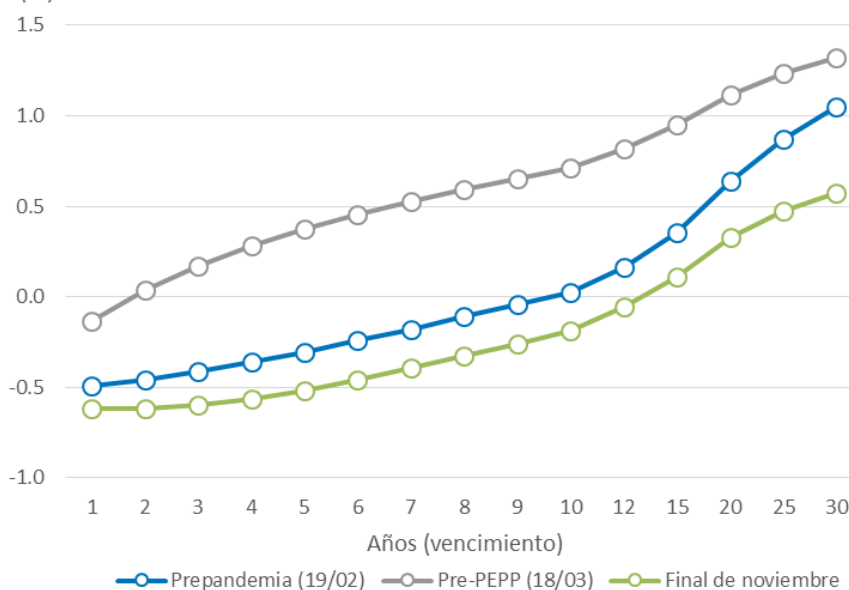
- El BCE ampliará las compras netas de activos previstas y extenderá las condiciones favorables de las inyecciones de liquidez con el fin de prolongar el estímulo monetario durante todo 2021.
- En concreto, esperamos que el BCE anuncie una extensión de las compras netas dentro del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) hasta, por lo menos, diciembre de 2021 y un aumento del límite del programa en 400.000 o 500.000 millones de euros. Con esta ampliación, las compras netas de activos se podrían elevar hasta al 10% del PIB de la eurozona en 2021.
- En cuanto a las TLTRO, creemos que el BCE podría extender sus condiciones atractivas hasta finales de 2021 (en lugar de junio) y anunciar nuevas rondas de inyecciones de liquidez.
- Con este conjunto de acciones, el BCE dará continuidad a las condiciones financieras muy acomodaticias necesarias para apoyar la recuperación económica y continuará aislándolas de la evolución de la pandemia.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **Los datos de movilidad apuntan a una contracción de la actividad económica en el 4T.**
 - La evolución de la pandemia en la eurozona está suponiendo un freno a la recuperación económica en la región. Esta vez, sin embargo, el impacto podría ser algo menor que en la primera ola ya que el sector de las manufacturas se está viendo menos afectado. En este contexto, proyectamos una contracción del PIB de la eurozona del 3% en este trimestre.
 - No obstante, los avances en los distintos proyectos de vacunas así como los preacuerdos para distribuir las en la eurozona durante la primera mitad del próximo año nos permiten ser más optimistas de cara a 2021. Aunque no esperamos una plena recuperación de la actividad hasta finales de 2022, el crecimiento del PIB en 2021 podría ser superior al 4%.
 - En cualquier caso, este escenario continuará estando marcado por un alto nivel de incertidumbre. Las negociaciones sobre el *brexit*, el bloqueo del plan de recuperación y el presupuesto multianual de la UE por parte de Polonia y Hungría, así como la propia evolución de la pandemia, harán que el entorno continúe siendo exigente y esté sujeto a muchos riesgos.
- **El entorno financiero está aislado de este escenario macroeconómico.**
 - A diferencia de lo ocurrido en la primera embestida de la pandemia, las condiciones financieras se mantienen relativamente relajadas y ajenas a la evolución de la pandemia. A ello ha contribuido significativamente la actuación contundente del BCE que, con los programas desplegados desde marzo, ha conseguido rebajar las primas de riesgo periféricas, contener los diferenciales de crédito corporativos y cementar la expectativa de tipos de interés bajos por mucho tiempo.
 - En este entorno acomodaticio, los mercados financieros se han contagiado, además, de una mejora del sentimiento inversor y un aumento del apetito por el riesgo. Los avances en las vacunas, sobre todo, y el resultado de las elecciones presidenciales en EE. UU. propiciaron un incremento histórico de las bolsas en noviembre (Eurostoxx 50 +18,1% e Ibex 35 +25,2%).
 - Sin embargo, los riesgos financieros siguen siendo elevados, tal como destacó en su último informe de estabilidad financiera. Por un lado, la alta carga financiera de los hogares y las empresas puede suponer un riesgo una vez se retiren las ayudas fiscales. En este sentido, el BCE remarcó la necesidad de que estas se mantengan en vigor durante más tiempo. Por otro lado, una toma de riesgos excesiva por parte de algunos agentes del sector financiero no bancario y los altos precios de ciertos activos hacen que algunos mercados sean susceptibles de correcciones bruscas.

Curva de tipos de interés soberanos del conjunto de la eurozona

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

Perspectivas del BCE a corto plazo

- **El BCE recalibrará algunos de sus instrumentos.** Tal y como anunció en la reunión de octubre, el BCE ajustará en diciembre las herramientas de política monetaria con la intención de mantener unas condiciones financieras acomodaticias. Desde entonces, los miembros del Consejo de Gobierno (CG) han ido dando pistas en sus intervenciones públicas sobre qué instrumentos podrían ajustar y en qué dirección. A continuación los detallamos:
 - **PEPP:** con casi toda seguridad el BCE prolongará las compras netas de activos hasta, por lo menos, diciembre de 2021 (actualmente junio). Asimismo, es probable que aumente la cantidad máxima de activos que puede adquirir a través de este programa en 400.000-500.000 millones de euros (actualmente el límite es de 1,35 billones de euros, de los que ya se han gastado unos 700.000 millones). Así, en el conjunto de 2021, el BCE podría llegar a adquirir alrededor de 1 billón de euros a través de este programa (un 8% del PIB nominal de la eurozona de 2019). La principal ventaja que ofrece el PEPP es su flexibilidad al permitir variar el ritmo de compras semanal en función de las necesidades y no estar sujeto a la clave de capital a corto plazo, lo que permite adquirir activos de aquellos países o mercados cuyas condiciones financieras estén más tensionadas.
 - **TLTRO:** el BCE seguramente extenderá la duración de las condiciones atractivas de estos préstamos. En esta tercera serie de TLTRO, las entidades financieras que lo solicitaron obtuvieron financiación a 3 años al tipo *depo* y con una prima de -0,5 p. p. hasta junio de 2021 en caso de no reducir sus cuotas de crédito. Probablemente, el BCE anuncie nuevas rondas de este programa (solamente queda una prevista para marzo de 2021) y alargue la prima de -0,5 p. p. con respecto al *depo*, por lo menos hasta finales de 2021.
 - **APP:** actualmente el BCE adquiere 20.000 millones de activos al mes dentro de este programa. No vemos muy probable que lo aumente debido a los límites a los que está sujeto el programa en cuanto al porcentaje de deuda que puede poseer de un emisor. Si este ritmo de compras se mantuviese durante todo 2021, el BCE adquiriría 240.000 millones de euros (un 2% del PIB).
 - **Rebaja del tipo *depo*:** consideramos que es una alternativa poco probable y poco efectiva. El tipo de interés oficial del BCE se encuentra en mínimos históricos y relativamente cerca de la llamada «cota de reversión» (aquella por debajo de la cual una rebaja del tipo de interés tiene un efecto

negativo sobre la economía). En este sentido, el miembro del CG Fabio Pannetta destacó recientemente que esta cota de reversión puede ser diferente entre países de la unión monetaria, por lo que no aconsejaba utilizar esta herramienta.

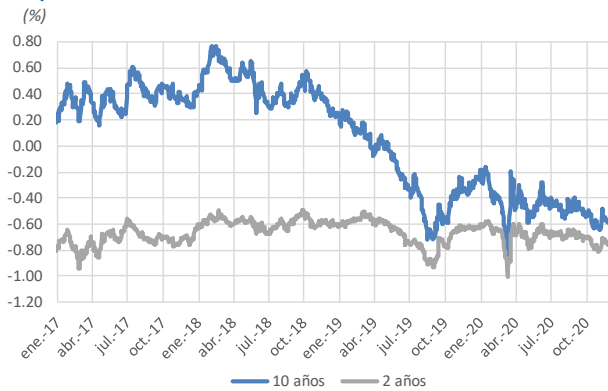
- **El BCE revisará las previsiones macroeconómicas.** La actualización del cuadro macroeconómico posiblemente desvelará un crecimiento del PIB de 2020 superior al proyectado en septiembre gracias a la sorpresa positiva del 3T. Sin embargo, la segunda ola de la pandemia seguramente mermará las perspectivas de crecimiento del PIB de 2021. Por un lado, el escenario anterior no contaba con la caída de actividad que ahora se espera para el 4T. Por otro, el optimismo visto en los mercados financieros por los avances en las vacunas difícilmente se trasladará en las previsiones, puesto que el BCE ya contemplaba la distribución de una vacuna en 2021. En cuanto a los precios, las nuevas previsiones continuarán mostrando una debilidad de la inflación durante todo el horizonte temporal (actualmente el BCE prevé que la inflación se situó en 2022 alrededor del 1,3%).

Perspectivas del BCE a medio plazo

- **El entorno de bajos tipos de interés se prolongará por un largo periodo de tiempo:**
 - Los programas de estímulo lanzados en los últimos meses han cimentado la expectativa de un largo periodo de tipos de interés bajos.
 - Será clave mantener unas condiciones financieras acomodaticias para evitar que fragilidades en los balances de empresas, familias y gobiernos comprometan la recuperación.
 - Las medidas implementadas son de gran calado y tienen un fuerte impacto en los mercados financieros. Así, cuando el escenario mejore, su retirada deberá ser un proceso muy gradual.
- **Esperamos que los tipos de interés de referencia se mantengan en los actuales mínimos históricos en todo nuestro horizonte de proyección (2020-2022).** A pesar de los riesgos bajistas, los tipos del BCE se encuentran ya muy cerca de la llamada cota de reversión y por ello no esperamos más recortes.
- **El BCE continuará comprando activos en los próximos años** para anclar el entorno financiero en el terreno acomodaticio que requerirá la recuperación de la actividad y la inflación. Es probable que aumente el ritmo de compras de activos en los próximos meses ante la debilidad de la inflación y la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación. El PEPP es la gran herramienta para luchar contra la crisis de la COVID-19 (de ahí su gran dotación y flexibilidad, con la que puede concentrar la acción en los periodos y/o mercados que sufran estrés financiero), pero por ello mismo es una herramienta extraordinaria y temporal. Cuando el entorno económico y financiero se haya estabilizado, la incertidumbre afloje y la recuperación económica empiece a encarrilarse, cabe esperar que el BCE desactive el PEPP y vuelva a ganar protagonismo el APP (el programa de compras anunciado en enero de 2015) como herramienta para sustentar un entorno financiero acomodaticio.
- A ello hay que sumar el **compromiso del BCE de reinvertir por un largo periodo de tiempo el principal de los activos adquiridos** bajo el PEPP (hasta, al menos, finales de 2022) y el APP (más allá del primer incremento de tipos) que vayan venciendo.
- Asimismo, el BCE está llevando a cabo su revisión estratégica. En este proceso, es posible que el BCE recalibre el objetivo de inflación (por ejemplo, del actual «cerca, pero debajo, del 2%» a un simple y simétrico «2%»). Asimismo, los criterios medioambientales podrían ganar relevancia en las decisiones de política monetaria del BCE (por ejemplo, en la compra de activos).

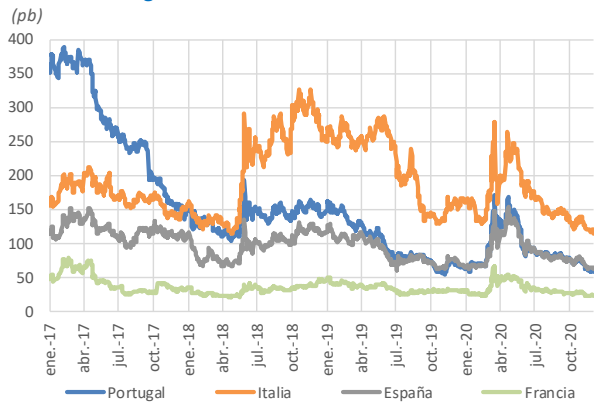
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



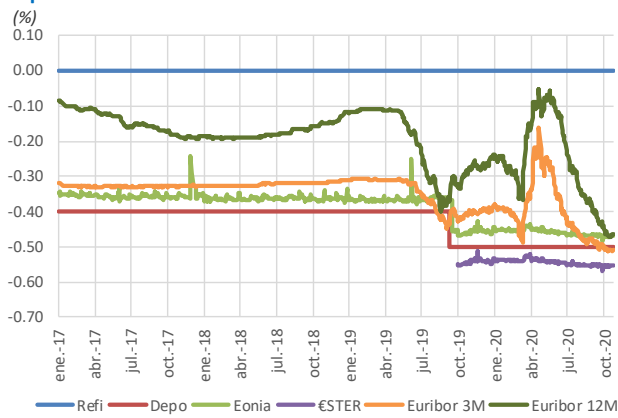
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



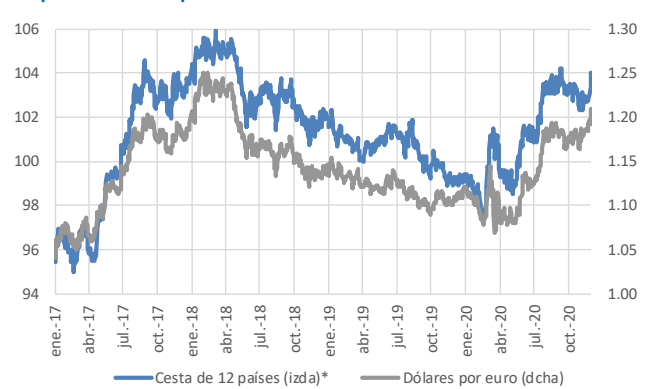
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



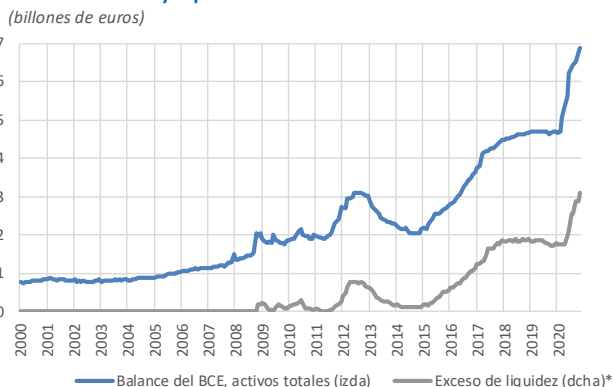
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

Tipos de cambio para la eurozona



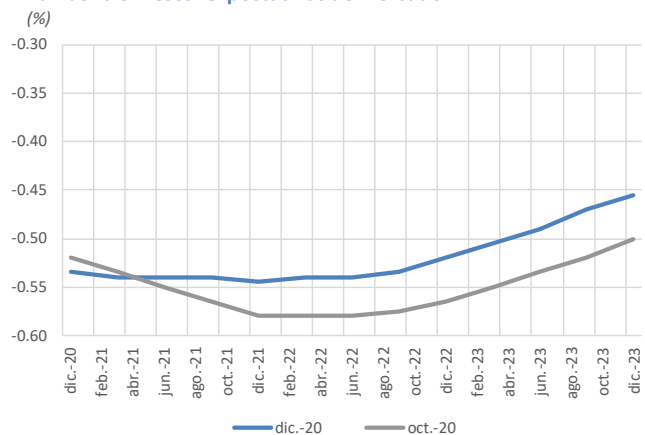
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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*

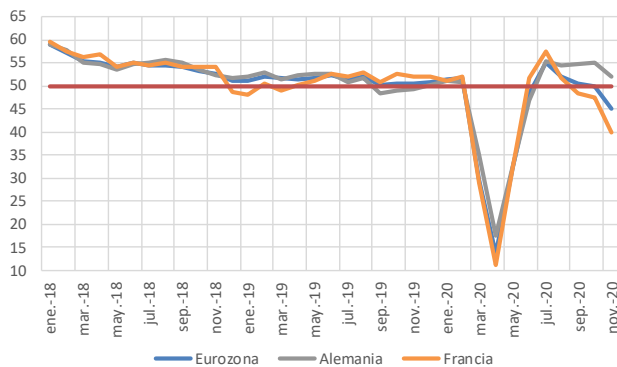


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

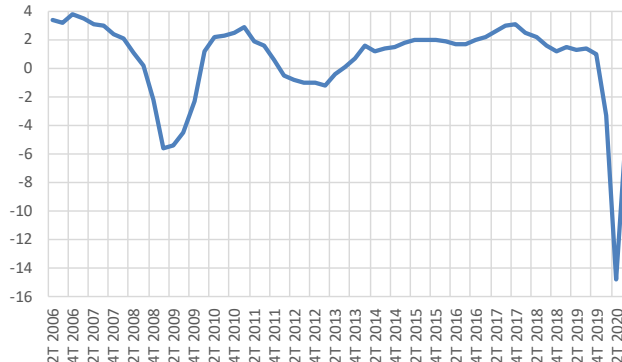
Nivel



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

Eurozona: PIB

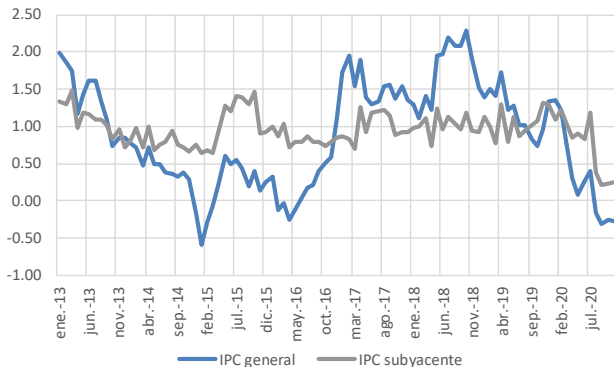
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

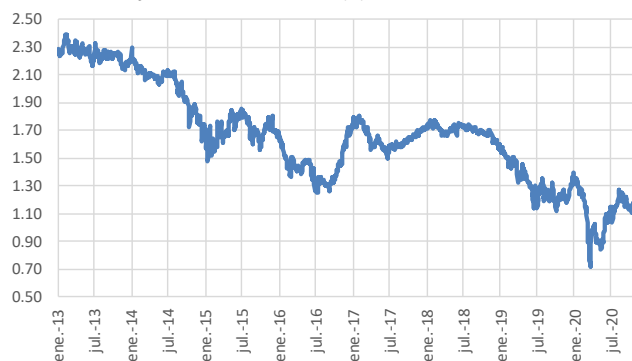
Variación interanual (%)



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.

Anexo - Política monetaria del BCE: situación y medidas contra la COVID-19

- El BCE ha puesto en marcha una fuerte batería de medidas para aplacar el estrés financiero, garantizar la abundancia de liquidez y el acceso favorable al crédito y para anclar un entorno de bajos tipos de interés que dé cobertura a la actuación de la política fiscal.
- El tipo de interés de la facilidad de depósitos se sitúa en el $-0,50\%$. No obstante, se implementa un sistema de *tiering* con el que solo el exceso de liquidez depositado en el BCE superior a seis veces el mínimo de reservas exigidas está gravado al tipo *depo* (para el resto, el tipo de interés es del 0%). Por su parte, el tipo *refi* se sitúa en el $0,00\%$ y el tipo de la facilidad marginal de crédito en el $0,25\%$.
- En la configuración actual de su política monetaria, en 2020 el BCE habrá realizado compras netas de activos por valor de entre 1,1 y 1,2 billones de euros (9% - 10% del PIB nominal de la eurozona) con dos programas:
 - APP (el programa de compras anunciado en enero de 2015). Desde noviembre de 2019 se realizan 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). Además, el 12 de marzo se anunció una dotación adicional para las compras de 120.000 millones de euros a repartir flexiblemente hasta finales de año y, el día 18 del mismo mes, el BCE amplió los activos elegibles dentro de las compras de deuda corporativa con el papel comercial no financiero (pagarés) de menores vencimientos (rebajó el vencimiento mínimo de 6 meses a 28 días).
 - PEPP (programa de compras contra la emergencia sanitaria anunciado el 18 de marzo de 2020). Dotado con un volumen total de compras de 1,35 billones de euros a repartir, como mínimo hasta mediados de 2021, flexiblemente entre los mismos tipos de activos del APP. Las compras de deuda pública no están sujetas al techo del 33% por emisor y emisión y se permiten desviaciones temporales de la clave de capital. Al término del programa, el total de compras realizadas debe corresponderse con la clave de capital, pero los mensajes lanzados por los miembros del BCE sugieren que gran parte del ajuste hacia la clave de capital se realizará con las reinversiones, que están previstas hasta, al menos, finales de 2022 (eso es, probablemente en una segunda fase en la que, con la recuperación más encarrilada, el BCE finalice las compras netas del PEPP pero mantenga las reinversiones durante algunos trimestres más).
- 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 del APP no terminarán hasta «poco antes» del primer incremento de tipos.
- Las operaciones de inyección de liquidez al sistema financiero se han incrementado en tamaño y atractivo:
 - Las llamadas TLTRO-III tienen un vencimiento a tres años (las últimas vencerán en marzo de 2024) y, a partir de junio de 2020, el crédito máximo a solicitar aumentó hasta el 50% de la cartera elegible y su coste mínimo se puede situar 50 p. b. por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito entre junio de 2020 y junio de 2021 (y, más adelante, ser igual al tipo promedio de la facilidad de depósito para el resto de la vida del préstamo). Con este diseño más atractivo, la TLTRO del pasado junio tuvo una demanda muy elevada (1,3 billones de euros brutos y 550.000 millones de euros en términos netos, lo que equivale aproximadamente a un $4,6\%$ del PIB nominal de la región).
 - Además, el BCE incrementó el número de inyecciones de liquidez a vencimientos cortos (lanzó LTRO semanales con vencimiento en junio de 2020, haciendo de puente hasta la siguiente subasta de TLTRO-III) y ha lanzado otro programa de inyecciones contra la pandemia (las llamadas PELTRO, con un coste del $-0,25\%$, *full allotment* y vencimiento en el 3T 2021 que, aun siendo menos atractivas que las TLTRO-III, ofrecen un colchón a las instituciones que tengan dificultades para acceder a la financiación de las TLTRO).

- El BCE ha relajado distintos requisitos regulatorios y de colateral para respaldar el funcionamiento del sistema financiero en un entorno más exigente:
 - Relajación temporal de los requisitos de colateral de las operaciones de refinanciación, para facilitar el acceso a estas inyecciones de liquidez. Se incluyen activos de deuda corporativa, créditos con garantía pública, se eliminan los requisitos de tamaño mínimo y se reducen los *haircuts* en un 20%. Además, relaja los criterios para incluir activos de deuda soberana griega y los llamados «ángeles caídos» (los activos con grado de inversión a 7 de abril de 2020 seguirán siendo elegibles aunque sufran rebajas de la nota crediticia, mientras esta no sea peor que BB).
 - También se relajan las exigencias sobre los colchones de capital (*Pillar 2 Guidance* y *Capital Conservation Buffer*) y se permite operar temporalmente por debajo del requerimiento del LCR (*Liquidity Coverage Ratio*). Además, permite el uso de instrumentos AT1 y AT2 para el cumplimiento de los requisitos del *Pillar 2 Requirements*.
 - Insta a las autoridades macroprudenciales nacionales a relajar los colchones contracíclicos.
- Además, el BCE y los otros grandes bancos centrales han implementado líneas de *swaps* cambiarios para garantizar la liquidez de dólares y euros a nivel internacional.
- Por último, el BCE ha reiterado que está preparado para aumentar el estímulo en caso de ser necesario y su comunicación ha dejado claro que no tolerará riesgos de fragmentación financiera que puedan comprometer una buena transmisión de la política monetaria a todas las economías de la eurozona.

Ricard Murillo Gili, CaixaBank Research, e-mail: 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.