

Nota Breve 14/01/2021

Mercados financieros · Diciembre marcó el rumbo del BCE para 2021

Reunión del 21 de enero de 2021: qué esperamos

- Después de haber extendido los estímulos monetarios en la reunión del pasado diciembre, **el BCE no modificará sus herramientas en la próxima reunión.**
- Es probable que la discusión se centre en la valoración del escenario económico y las perspectivas para el medio plazo tanto para la actividad económica como para la inflación. En este sentido, pensamos que **el BCE se siente cómodo con las previsiones de diciembre**, en las que se proyecta una recuperación incompleta hasta principios de 2022 y una inflación débil a lo largo de todo el horizonte temporal.
- En cualquier caso, Christine Lagarde insistirá en que estas proyecciones están envueltas de una gran incertidumbre y que **el BCE está preparado para mantener las condiciones financieras de la eurozona favorables**, recordando que las medidas que ya están en marcha son de gran calado y dan, si fuese necesario, capacidad al BCE para proteger las condiciones financieras de eventuales turbulencias en la evolución de la pandemia.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La evolución de la pandemia continúa determinando la economía.**
 - El anuncio, a finales de noviembre, de nuevas medidas de confinamiento en la eurozona supuso una revisión de las previsiones de crecimiento para el 4T del consenso de analistas. Debido a la reducción esperada en el movimiento y en las interacciones sociales, en CaixaBank Research rebajamos el crecimiento intertrimestral del PIB para el último trimestre del año hasta el -3%. Aunque todavía pensamos que es muy probable que observemos tasas de crecimiento negativas, los últimos indicadores de sentimiento (como los PMI o el ESI) sugieren que la caída podría ser menos brusca de lo esperado anteriormente.
 - De cara al 1T 2021, por otro lado, el número de contagios y la extensión de las restricciones nos hacen pensar que el rebote en la actividad económica también podría ser menor de lo anticipado en diciembre. En cualquier caso, este escenario está en línea con las expectativas que maneja el BCE. En particular, las proyecciones de diciembre asumían que las medidas de confinamiento en el 1T eran similares a las del 4T y que la inmunidad de grupo no se alcanza hasta principios de 2022. Un supuesto que sí deberá ajustar el BCE en adelante es el del *brexít*, puesto que esperaba que el Reino Unido saliese de la UE con los términos de comercio marcados por la OMC.
 - En cuanto a la inflación, esta continúa mostrándose débil. Aunque algunos factores temporales, como la rebaja del IVA en Alemania o los bajos precios energéticos, se revertirán a lo largo de 2021 y sacarán a la inflación del terreno negativo, esta se mantendrá en niveles contenidos. De hecho, así lo estima el BCE en su cuadro de proyecciones, donde prevé que la inflación subyacente se sitúe alrededor del 1,2% en 2023.
- **El entorno financiero arranca el año con optimismo**, habiendo despejado algunas fuentes de incertidumbre como la presidencia de Donald Trump o el *brexít*:
 - En su conjunto, las condiciones financieras continúan estando relativamente relajadas y parecen estar aisladas de la evolución de la pandemia. Por un lado, en el mercado de renta fija, las primas de riesgo periféricas han acentuado el descenso que venían registrando desde finales de 2020 (con la excepción de Italia tras las dudas en la continuidad del gobierno de coalición) y las primas española y portuguesa han registrado mínimos no vistos desde finales de 2009. Asimismo, el tipo de interés sobre el *bund* ha repuntado moderadamente y no se ha contagiado del rebote más intenso observado en el *treasury* estadounidense a 10 años.
 - Por otro lado, en el mercado de renta variable, los principales índices bursátiles de la eurozona han empezado 2021 con alzas generalizadas, apoyados en las expectativas de éxito de las distintas

campañas de vacunación y en la expectativa de que tanto la política fiscal como monetaria continúen ofreciendo estímulos para apuntalar la recuperación económica.

El BCE en 2021

- **El BCE se ha dotado de mucho estímulo**, con cierto margen y flexibilidad, para mantener un entorno financiero acomodaticio en 2021. A las acciones emprendidas desde el estallido de la pandemia (véase el anexo), en diciembre el BCE anunció:
 - Un aumento de 500.000 millones de euros del límite del PEPP hasta los 1,85 billones, de los cuales se han utilizado 757.000 millones. Esto significa que, sumados a los 20.000 millones mensuales del APP, entre enero de 2021 y marzo de 2022 el BCE dispone de una capacidad de compras equivalente al 11% del PIB nominal prepandemia de la eurozona.
 - Tres nuevas rondas de TLTRO en junio, septiembre y diciembre y la extensión de las condiciones favorables de todas las TLTRO-III hasta junio de 2022. Sin embargo, aumentó la exigencia del objetivo a cumplir para obtener financiación al -1% (véase el anexo para más detalles).
 - Cuatro rondas de PELTRO que, aunque a condiciones menos atractivas que las TLTRO-III, ofrecen un colchón a las instituciones que tengan dificultades para acceder a la financiación de las TLTRO.

En caso de que la recuperación económica descarrilase, estas tres herramientas podrían ser suficientes para que el BCE recondujese la situación. Por un lado, el ritmo de compras semanales del PEPP se puede ajustar para hacer frente a eventuales tensiones financieras, además de poder incrementar el volumen total del programa si fuese necesario. En cuanto a las inyecciones de liquidez, se podría aumentar su frecuencia u ofrecer a condiciones más favorables.

Por otro lado, el BCE ha insistido en el riesgo que supondría para la economía una retirada prematura de estos estímulos, por lo que no es probable que, en caso de empezar a observar un repunte de la inflación, el BCE decida reducir las compras de activos y, potencialmente, iniciar las subidas de tipos.

- **Las conclusiones de la revisión estratégica.** Desde hace un año el BCE está inmerso en la revisión de su estrategia, un proceso que se paralizó con el estallido de la pandemia y que deberá finalizar durante la segunda mitad de 2021. Diversos temas están siendo tratados:
 - Objetivo de inflación: desde 2003, el BCE define su objetivo de estabilidad de precios como la inflación «por debajo, pero cerca, del 2% a medio plazo». Entre las opciones que parecen más probables está la posibilidad de enfatizar la simetría de este objetivo y situarlo en un sencillo «2% a medio plazo». También están sobre la mesa alternativas que compensan periodos de inflación por debajo del objetivo con periodos en los que esta se sitúa por encima (tal y como sucede actualmente en la Fed).
 - Medición de la inflación: algunas voces en el BCE han expresado dudas sobre la bondad del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) en cuanto a su representatividad del coste de la vida (por ejemplo, con el precio de la vivienda). Parece poco probable que el IPCA deje de ser el índice de referencia, pero es probable que el BCE detalle índices complementarios.
 - Cambio climático. Aunque el mandato del BCE no incluye explícitamente esta sensibilidad, la presidenta Lagarde ha enfatizado que el cambio climático afecta a la economía y a los precios, por lo que los bancos centrales deben estudiar cómo tenerlo en cuenta en sus decisiones.
 - Refuerzo de la estrategia de dos pilares, el monetario y el económico. En palabras de Christine Lagarde, un refuerzo del pilar monetario permitiría obtener más información sobre la estabilidad financiera y, a largo plazo, sobre la estabilidad de los precios.
- **Avances hacia un posible euro digital.**¹ El pasado 12 de enero finalizó una consulta pública lanzada por el BCE y, muy probablemente, en el transcurrir del año se publicarán conclusiones relacionadas con las monedas digitales a las que deberemos prestar atención.

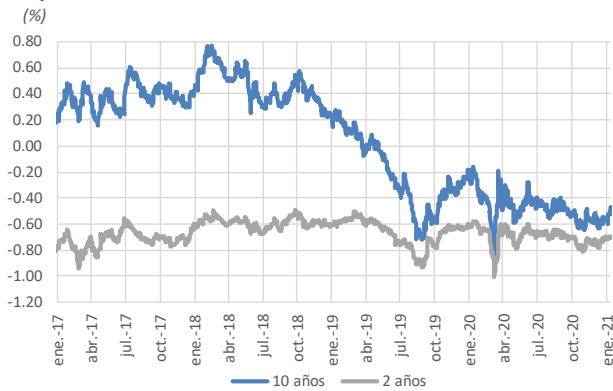
¹ Para más información sobre las monedas digitales, véase [«La política e-monetaria de la nueva economía digital»](#) en el IM10/2019.

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 (2021-2023).** 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. 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 2023) y el APP (más allá del primer incremento de tipos) que vayan venciendo.

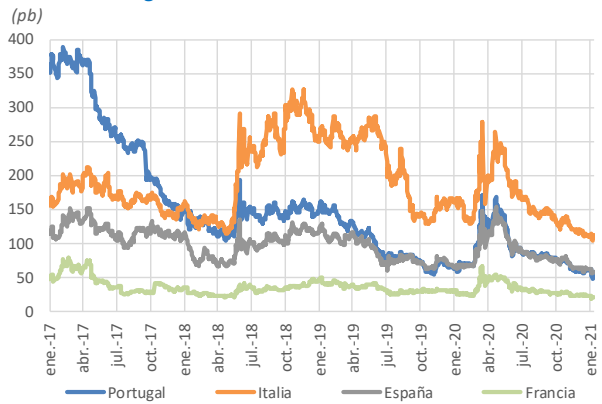
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



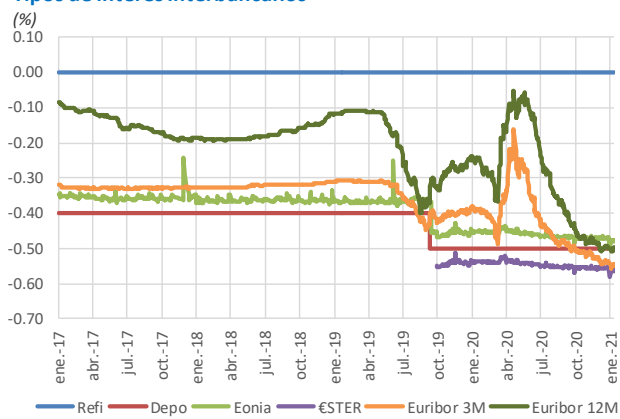
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



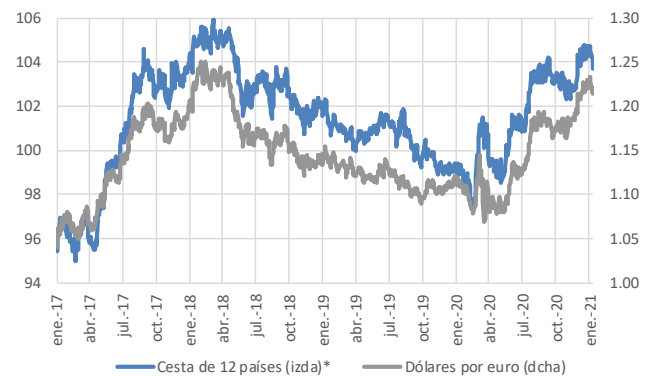
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



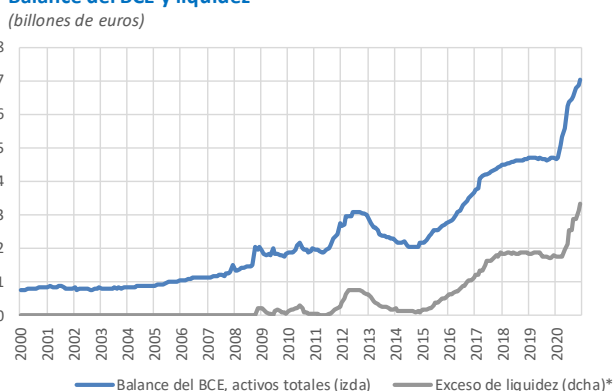
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

Tipos de cambio para la eurozona



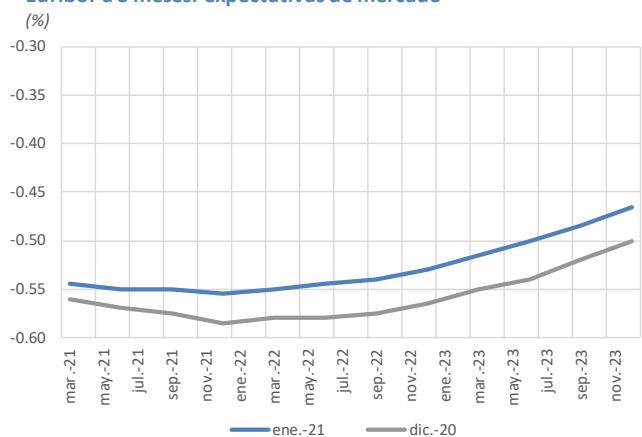
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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*

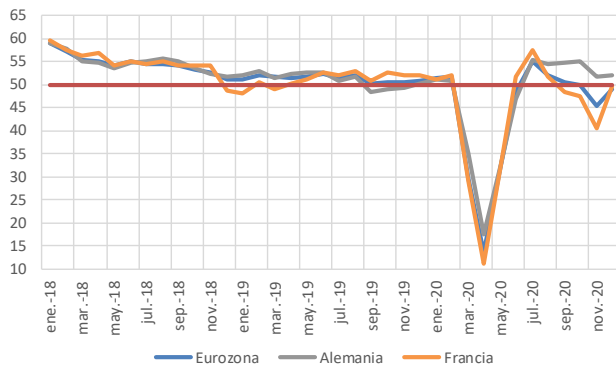


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

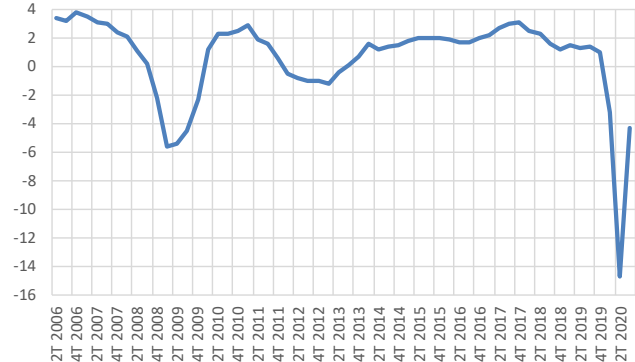
Nivel



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

Eurozona: PIB

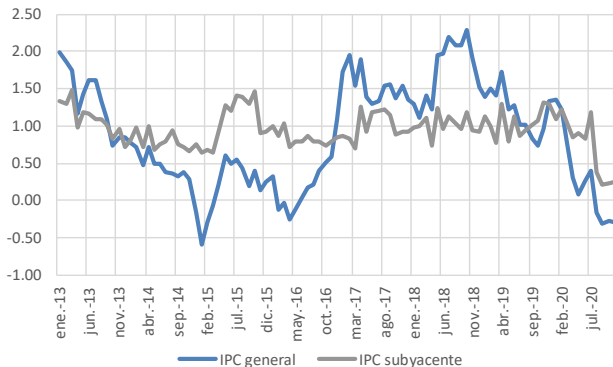
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

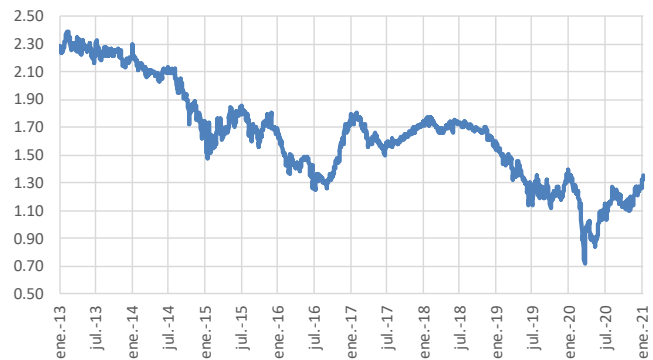
Variación interanual (%)



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.

BCE: previsiones económicas de diciembre de 2020 (septiembre de 2020)

		2020	2021	2022	2023
Crecimiento del PIB	Escenario base	-7,3 (-8,0)	3,9 (5,0)	4,2 (3,2)	2,1
	Escenario severo	-7,6 (-10,0)	0,4 (0,5)	3,0 (3,4)	2,9
Inflación general	Escenario base	0,2 (0,3)	1,0 (1,0)	1,1 (1,3)	1,4
	Escenario severo	0,2 (0,3)	0,7 (0,7)	0,6 (0,7)	0,8

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 realizó compras netas de activos por valor de más de 1,1 billones de euros (un $9,5\%$ 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 2020 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 una capacidad de compras limitada, por ahora, a 1,85 billones de euros a repartir, como mínimo hasta marzo de 2022, 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 2023 (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). En 2021 queda todavía por utilizar más de un billón de euros, por lo que solamente con este programa el BCE podría realizar las mismas compras netas que realizó con el APP y el PEPP conjuntamente en 2020.
- 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 diciembre de 2024) y, a partir de diciembre de 2020, el crédito máximo a solicitar aumentó hasta el 55% de la cartera elegible. 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 si se mantiene la cartera de crédito elegible entre marzo de 2020 y marzo de 2021. Para beneficiarse de este bajo tipo de interés entre junio de 2021 y junio de 2022, será necesario al menos mantener esta cartera de crédito entre octubre de 2020 y diciembre de 2021. Más adelante, o en caso de no cumplir con este criterio, el coste del préstamo es igual al tipo promedio de la facilidad de depósito (*depo*) 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 1T 2023 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.