

Nota Breve 16/04/2021

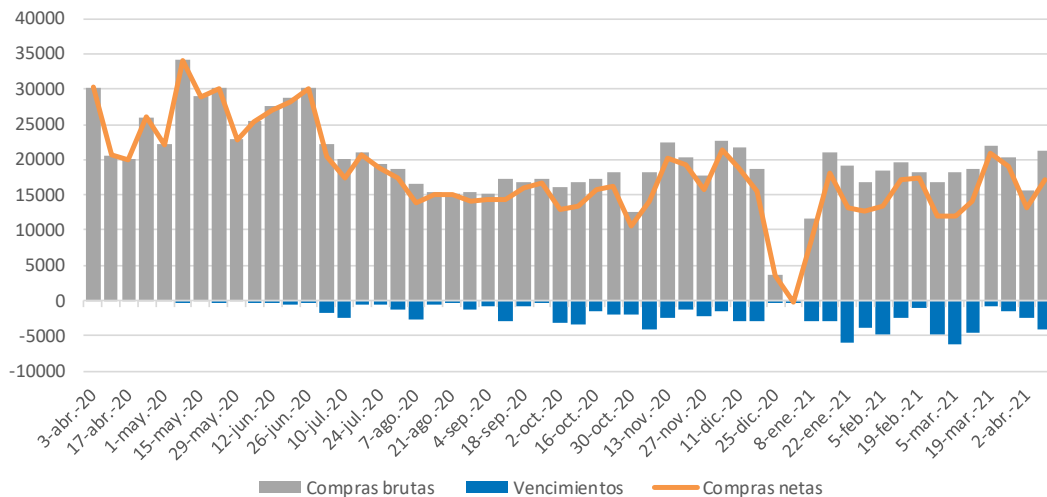
Mercados financieros · BCE y PEPP: *allegro ma non troppo*

Reunión del 22 de abril de 2021: qué esperamos

- En la reunión de la semana que viene, el BCE mantendrá los tipos de interés en su nivel actual y no modificará el tamaño de sus programas de compras de activos.
- Recordemos que, en la reunión anterior, el BCE anunció un aumento «significativo» del ritmo de compras dentro del PEPP durante, al menos, el segundo trimestre para prevenir un mayor tensionamiento de las condiciones financieras. Unas semanas después de este anuncio, el ritmo de compras semanal ha aumentado de manera solo moderada debido, en parte, a las festividades de Semana Santa, por lo que es probable que Christine Lagarde anticipe un mayor ritmo de compras en las próximas semanas.

BCE: compras semanales dentro del PEPP

Millones de euros



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

- Con los deberes hechos en la anterior reunión, parece que los mercados financieros han dado un respiro al BCE y las condiciones financieras no se han tensionado, en parte gracias al freno en las subidas de los tipos de interés soberanos a largo plazo. En cualquier caso, las compras de activos por parte del BCE continuarán presentes durante todo 2021 como la principal herramienta con la que la institución mantendrá un entorno acomodaticio.

Condiciones económicas y financieras recientes

- **La COVID continúa pesando sobre la actividad económica de la eurozona**
 - Con los elevados casos detectados, el lento ritmo de vacunación en la mayoría de los países de la región y el mantenimiento de las restricciones a la movilidad es muy probable que el PIB de la eurozona haya sufrido un ligero retroceso en el 1T 2021, a pesar de que algunos indicadores de sentimiento económico empresariales han dado muestras de cierta resistencia, sobre todo en el caso del sector de las manufacturas (véase el gráfico en el anexo con los datos de PMI).
 - Aunque la persistencia de las restricciones también está pesando sobre los primeros compases del 2T 2021, cabe esperar que la inmunización de los colectivos de riesgo permita aliviar la presión sobre los sistemas sanitarios y desencadene una reactivación económica más sostenida en los

próximos meses y trimestres. A ello ayudará, además, la demanda embalsada de una parte de la sociedad que, en 2020, acumuló ahorros sustanciales debido a los confinamientos.

- **La inflación repunta, aunque no por mucho tiempo**

- En marzo, la inflación general se situó en el 1,6%, 0,3 p. p. por encima del dato de febrero. Este aumento estuvo motivado, sobre todo, por el empuje del componente energético, que abandonó las tasas interanuales negativas. En los próximos meses, la variación interanual del componente energético puede llegar a situarse alrededor del +10% y, con toda probabilidad, este efecto base continuará presionando al alza la inflación general; recordemos que en abril del año pasado el precio del barril de Brent se situó en torno a los 30 dólares, mientras que ahora está por encima de los 60.
- Del mismo modo, el efecto base de la rebaja del IVA (implementada en Alemania y algunos otros países en 2020, y que ya han revertido) empujará tanto la inflación general como la subyacente al alza en la segunda mitad de año. Pero este también es un elemento técnico y temporal.
- Con todo ello, creemos que la inflación general se podría situar alrededor del 2,5% en algunos momentos del año, aunque prevemos que vuelva a suavizarse hasta cotas más cercanas al 1% a medida que estas fuerzas técnicas y temporales se desvanezcan a principios de 2022.
- Sin embargo, existen algunos riesgos que, de materializarse, podrían hacer que los repuntes de la inflación fueran más persistentes. Entre ellos destaca un eventual traslado del aumento de los precios de producción a la inflación general o las presiones inflacionistas derivadas de la demanda embalsada (véase el Focus «[Los factores detrás del rebote de la inflación en la eurozona](#)» para más detalles).

- **Los mercados financieros se muestran cautelosamente optimistas**

- Mientras que en EE. UU. la evolución de la pandemia, con un ritmo de vacunación bastante más acelerado que en Europa, y el estímulo fiscal de la Administración de Joe Biden han impulsado el optimismo de los mercados, la dinámica en los parqués europeos ha sido algo más contenida. El menor ritmo de vacunación en la UE junto con el aumento de los casos ha frenado esta buena dinámica y, aunque los principales índices bursátiles europeos también han avanzado, ha sido algo menos que en EE. UU.
- En el mercado de renta fija, por su parte, se ha frenado el repunte de los tipos soberanos, tanto en la eurozona como en EE. UU. Así, el tipo de interés sobre el *treasury* a 10 años se ha situado entre el 1,6% y el 1,7% mientras que el *bund* alemán lo ha hecho entre el -0,40% y el -0,25% (el mínimo alcanzado en 2021 fue del -0,6%). Por su parte, el euro ha recuperado parte del terreno perdido en lo que va de año y se ha fortalecido para situarse por encima de los 1,19 dólares.

- **Las condiciones financieras se mantienen estables en un nivel acomodaticio**

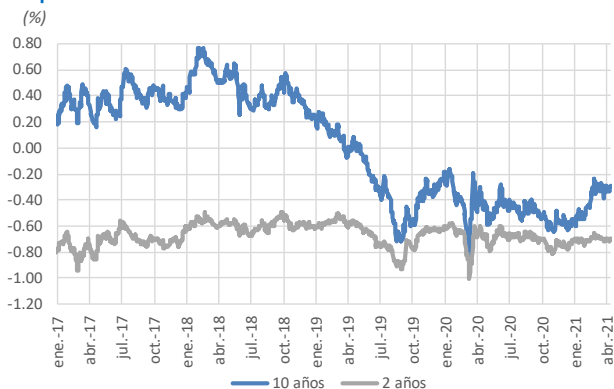
- Tipos de interés soberanos: se ha observado un repunte en el tramo largo de las curvas soberanas desde inicios de año, aunque recientemente se ha moderado. Según el BCE, este no refleja un tensionamiento de los tipos de interés reales, sino una mayor compensación por los posibles repuntes de inflación. Por otro lado, las primas de riesgo periféricas se han mantenido relativamente contenidas.
- Tipos de interés interbancarios: de la mano de la abundancia de liquidez en el sistema financiero (véase el gráfico), los euríbor (tanto a 3 como a 12 meses) se mantienen en niveles muy bajos. Sin embargo, como ocurre con los tipos soberanos a largo plazo, la incertidumbre sobre la evolución de la inflación ha presionado al alza los *swaps* a largo plazo.
- Renta fija corporativa: los *spreads* corporativos se encuentran contenidos en niveles incluso inferiores a los prepandémicos, tanto para las empresas con grado de inversión como por debajo de BBB.
- Renta variable: como hemos visto, los principales índices bursátiles de la eurozona mantienen una dinámica al alza desde inicios de año que, pese a las dudas sobre la evolución de la pandemia, están contribuyendo a la relajación de las condiciones financieras.

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).** Aunque se intensificaran 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. Con el APP, el BCE está realizando compras netas mensuales por valor de 20.000 millones de euros mientras que, con el PEPP, todavía puede adquirir cerca de 900.000 millones de euros hasta marzo de 2022. 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 y el APP que vayan venciendo (hasta, al menos, finales de 2023 en el primer caso, y más allá del primer incremento de tipos, en el segundo).

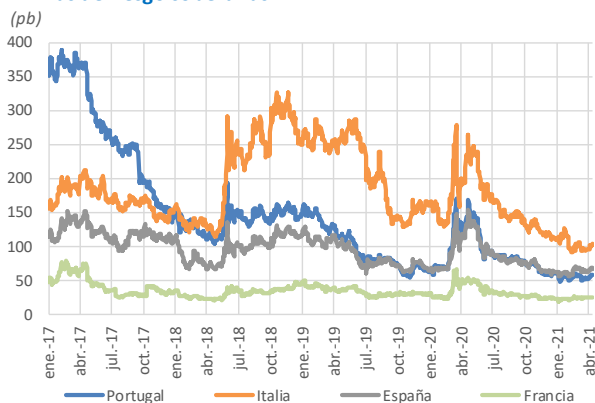
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



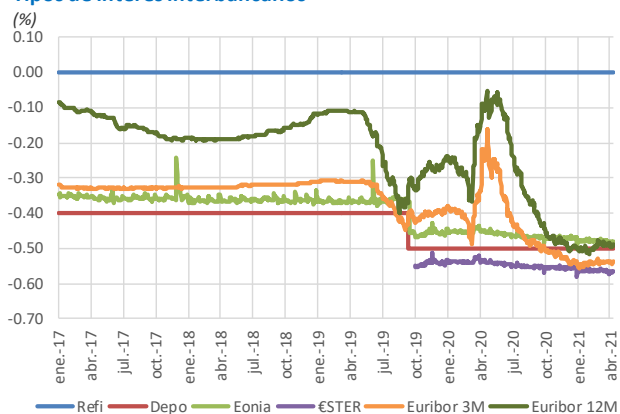
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



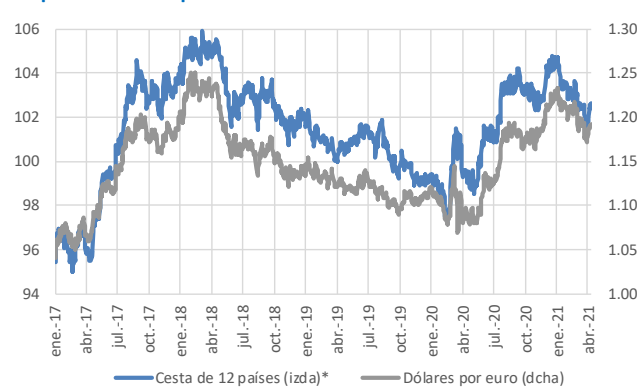
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



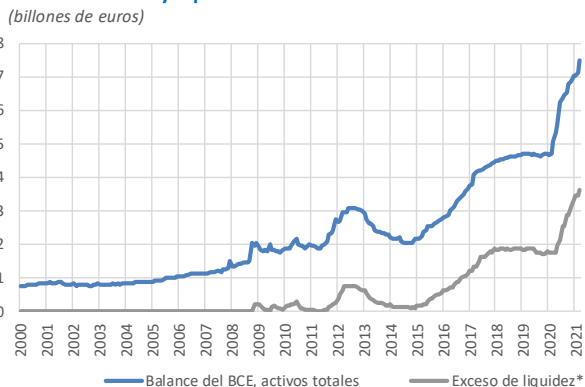
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



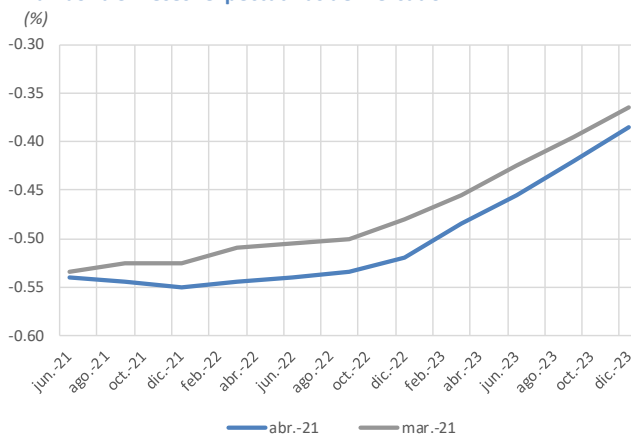
Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

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*

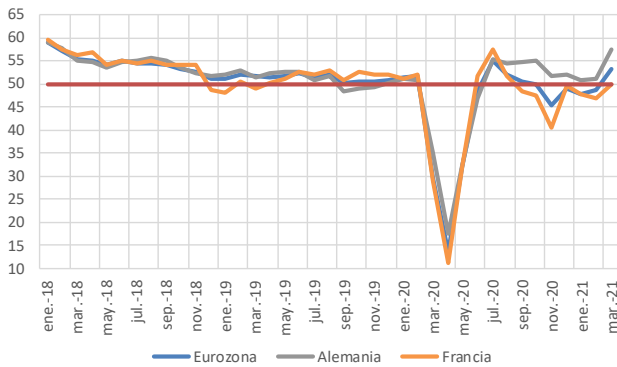


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto

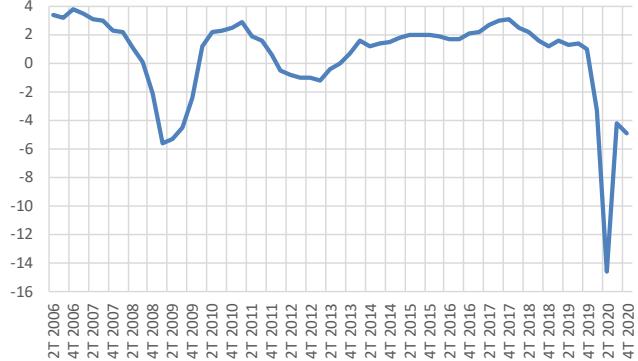
Nivel



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

Eurozona: PIB

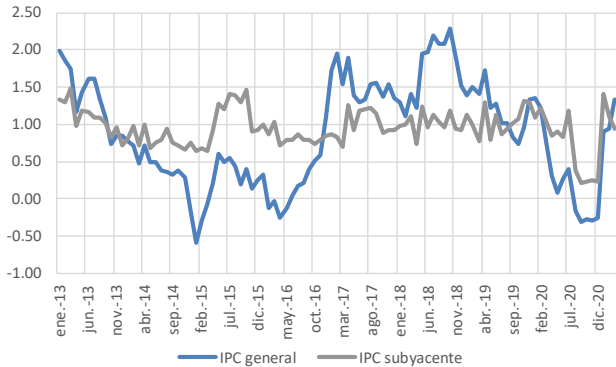
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

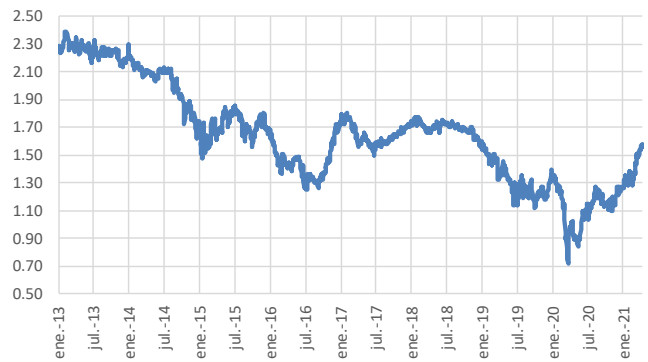
Variación interanual (%)



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 Bloomberg.

BCE: previsiones económicas de marzo de 2021 (diciembre de 2020)

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

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

- El BCE puso 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 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 de 2020 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 quedan todavía por utilizar unos 900.000 millones 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.