

Nota Breve 16/07/2021

Mercados financieros · BCE: nueva estrategia, nueva comunicación, mismo tono

Reunión del 22 de julio de 2021: qué esperamos

- Julio iba a ser una reunión de transición, pero no lo será: **el BCE deberá acomodar sus herramientas de política monetaria al nuevo marco estratégico** anunciado el pasado 8 de julio. No habrá cambios en los instrumentos en sí mismos (tipos de interés, compras de activos), pero sí que esperamos novedades en cuanto a su comunicación y la senda que esta dibuja sobre futuras recalibraciones en la política monetaria.
- El principal cambio será la orientación futura sobre los tipos de interés (*forward guidance* en inglés), pues se ajustará al nuevo objetivo de inflación (simétrico al 2% y que tolera fluctuaciones transitorias y moderadas por encima de este nivel si fuese necesario). Es posible que el BCE anuncie que no subirá los tipos hasta que la inflación y otros indicadores (como la inflación subyacente, los salarios o los precios de la vivienda) sean consistentes con el nuevo objetivo. Este ajuste, si efectivamente se produce en esta dirección, apuntaría a que el BCE podría mantener la política monetaria acomodaticia durante algo más de tiempo.
- En cuanto a las compras de activos, el ritmo de compras del programa de emergencia de la pandemia (PEPP) se mantendrá inalterado en lo que resta de trimestre, pero es posible que el BCE dé nuevas pistas sobre qué pasará el año que viene. Actualmente, está previsto que las compras netas del PEPP finalicen en marzo de 2022, pero Christine Lagarde dijo en una entrevista esta semana que probablemente el PEPP mute «hacia otro tipo de formato».
- Estos serán los puntos más relevantes de la reunión, pero es muy probable que el BCE sorprenda en algunas otras facetas, como por ejemplo en la forma de publicar el comunicado. En cualquier caso, donde no habrá ningún cambio es en la postura de la política monetaria: **la nueva estrategia sugiere que el BCE querrá mantener un entorno financiero acomodaticio durante años** para apoyar la recuperación económica y acercar la inflación hacia el objetivo del 2%.

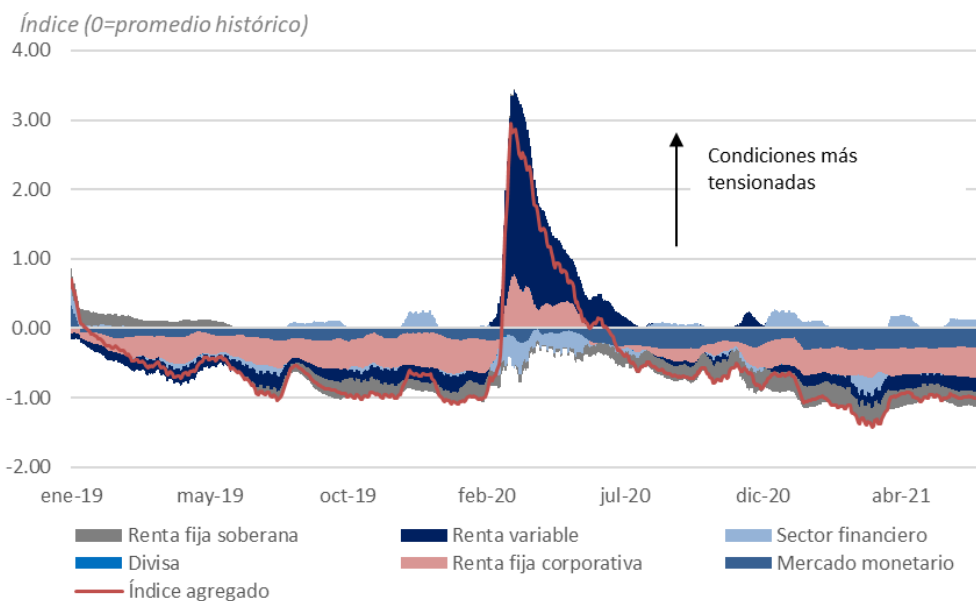
Condiciones económicas y financieras recientes

- **La actividad económica rebota con fuerza,**
 - El éxito de la campaña de vacunación en la eurozona ha permitido el levantamiento de muchas restricciones a la movilidad y a la interacción social, con el consecuente despegue de la actividad económica. A la espera del dato del PIB del 2T (para el que prevemos un +1,6% intertrimestral), los PMI muestran una economía en zona claramente expansiva. Sin embargo, estas encuestas continúan alertando sobre la presencia de cuellos de botella en el lado de la oferta, que están provocando retrasos en las entregas de mercancías y aumentos de los costes de producción.
 - Con todo, los riesgos siguen siendo considerables, y este dinamismo de la economía podría verse atenuado por el aumento de casos de COVID-19, con variantes más contagiosas que en anteriores olas, que podrían poner en riesgo la temporada de verano en aquellos dependientes del turismo.
- **la inflación se encuentra cerca del 2%... transitoriamente**
 - Los precios continúan aumentando en la eurozona (1,9% y 0,9% en junio el índice general y subyacente, respectivamente), de la mano principalmente del componente energético. Asimismo, el componente de los bienes industriales ha repuntado 9 décimas desde marzo y se encuentra ahora mismo en el 1,2%, posiblemente ya reflejando mayores costes de producción.
 - A estas fuerzas, en la segunda mitad del año se sumará el efecto de base de las rebajas del IVA aplicadas en 2020 en algunos países, como Alemania. Así, esperamos que la inflación rebote por encima del 2,5% en el segundo semestre. Con todo, es importante remarcar que **estas presiones alcistas sobre los precios reflejan, en buena parte, fuerzas transitorias** (como los cuellos de botella) **y técnicas** (como los efectos de base), y esperamos que se desvanezcan en 2022 para dar lugar a una inflación en niveles nuevamente contenidos.

• **y las condiciones financieras se mantienen muy relajadas**

- En el último mes, los tipos de interés soberanos flexionaron a la baja (la rentabilidad del bono a 10 años alemán cayó del -0,15% visto a finales de junio hasta el -0,33% actual) y las primas de riesgo de España y Portugal se han mantenido estables alrededor de los 60 p. b.
- Por su parte, las bolsas europeas han sufrido mayor volatilidad, pero aun así se han registrado máximos históricos en algunos índices.
- En su conjunto, las condiciones financieras se mantienen en los niveles acomodaticios deseados por el BCE, alrededor de los observados a principios de año:

Condiciones financieras de la eurozona: el índice de CaixaBank Research y sus componentes



Fuente: CaixaBank Research.

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 desde el estallido de la pandemia han cimentado la expectativa de un largo periodo de tipos de interés bajos. Además, la [nueva estrategia del BCE](#) apunta a que, si hiciera falta, la institución podría esperar más a realizar la primera subida de tipos.
- 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 oficiales 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 requiere la recuperación. 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 unos 640.000 millones de euros hasta marzo de 2022. De momento lo está haciendo a un ritmo de 80.000 millones de euros al mes que durará, al menos, durante todo el 3T. En adelante, cuando la recuperación económica esté más encauzada, es probable que el BCE reduzca las compras netas de este programa y que vuelva a ganar protagonismo el APP (el programa de compras anunciado en enero de 2015) como herramienta para sustentar un entorno financiero acomodaticio. Sin embargo, no debemos

descartar la posibilidad de que el BCE extienda el PEPP (tanto en el tiempo como en tamaño) o que anuncie algún otro programa que lo sustituya.

- 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).

Herramientas del BCE

PROGRAMA APP. Desglose por activos

	Saldo	Compras último mes*	%
Deuda Pública	2,419,746	15,642	68.5%
Cédulas	292,703	2,111	9.2%
ABS	28,330	-402	-1.8%
Deuda privada n.f.	283,803	5,498	24.1%
TOTAL	3,024,582	22,849	100%

Nota: datos en millones de euros. *El último mes es: jun.-21

PROGRAMA PEPP. Desglose por activos

	Saldo	%	Evolución saldo	
Deuda Pública	1,058,882	96.4%	may-21	1,098,541
Cédulas	4,055	0.4%	mar-21	937,723
ABS	0	0.0%	ene-21	806,756
Deuda privada n.f.	31,014	2.8%	nov-20	698,461
Papel Comercial	4,590	0.4%	sep-20	565,641
TOTAL	1,098,541	100%		

(*) Últimos datos disponibles.

PROGRAMA PSPP. Desglose por países

PAÍSES	SALDO		COMPRAS ÚLTIMO MES		
TOTAL	2,548,336	% SALDO	% COMPRAS	CLAVE CAPITAL	
ALE	609,448	26.7%	4,002	29.8%	26.4%
FRA	496,901	21.8%	5,103	38.0%	20.4%
ITA	421,648	18.5%	-3,698	-27.6%	17.0%
ESP	301,766	13.2%	2,747	20.5%	11.9%
HOL	124,784	5.5%	1,347	10.0%	5.9%
BEL	90,376	4.0%	698	5.2%	3.6%
AUS	71,823	3.1%	656	4.9%	2.9%
POR	47,126	2.1%	628	4.7%	2.3%
FIN	37,685	1.7%	796	5.9%	1.8%
IRL	39,425	1.7%	307	2.3%	1.7%

Último mes: jun.-21

Saldo y compras en MM. €

PROGRAMA PEPP. Desglose por países

PAÍSES	SALDO		COMPRAS		
TOTAL	1,058,882	% SALDO	165,038	% COMPRAS	CLAVE CAPITAL
ALE	260,655	26.7%	40,618	27.0%	26.4%
FRA	201,941	20.7%	31,440	20.9%	20.4%
ITA	181,650	18.6%	26,128	17.4%	17.0%
ESP	123,909	12.7%	18,356	12.2%	11.9%
HOL	57,941	5.9%	9,021	6.0%	5.9%
BEL	36,016	3.7%	5,608	3.7%	3.6%
AUS	28,959	3.0%	4,506	3.0%	2.9%
POR	24,234	2.5%	3,604	2.4%	2.3%
FIN	18,167	1.9%	2,827	1.9%	1.8%
IRL	16,743	1.7%	2,608	1.7%	1.7%

Último mes: may.-21

Saldo y compras en MM. €

El BCE publica los datos acumulados cada dos meses.

BALANCE RESUMIDO DEL BCE

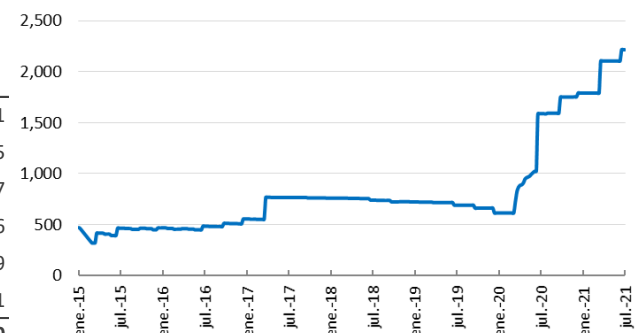
ACTIVO		PASIVO	
Oro y divisas	514,693	Billetes+moneda	1,488,711
Valores	4,438,509	Depos de bancos	4,483,075
Op. Principales fin	72	Depos de AAPP	693,527
Op. Financ. LP	2,216,748	Otros pasivos	654,176
Fac. de Crédito	0	Cta. Revalorización	497,589
Otros activos	756,528	Cap. y Reservas	109,471
Total	7,926,550	Total	7,926,550

Datos en millones de euros.

Posibles diferencias por redondeo.

Saldo vivo LTROs y TLTROs

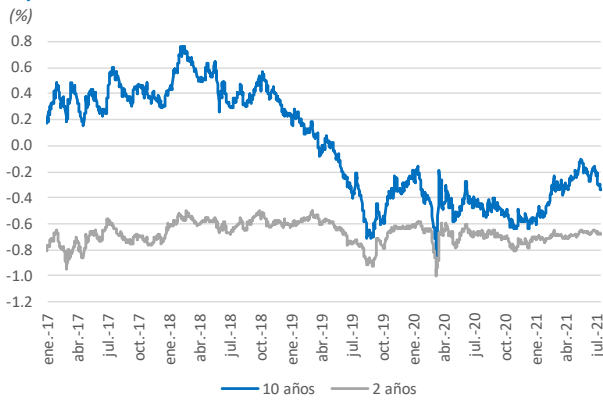
Miles de millones de euros



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

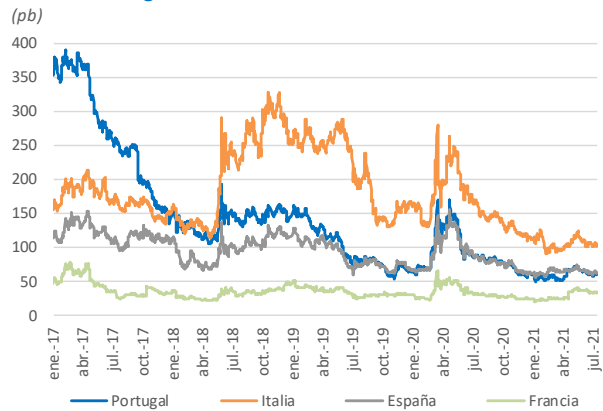
Indicadores de condiciones financieras

Tipo de interés de la deuda soberana alemana



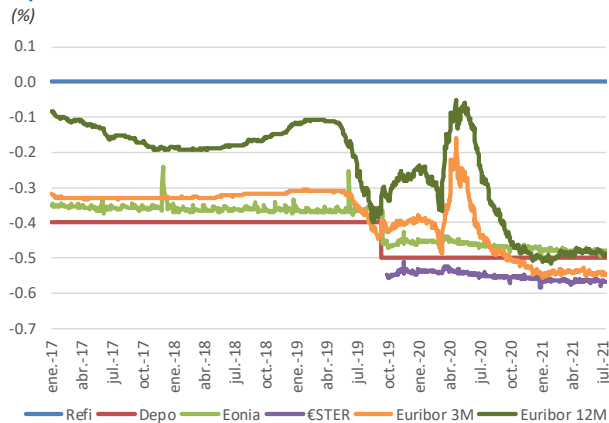
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberanas



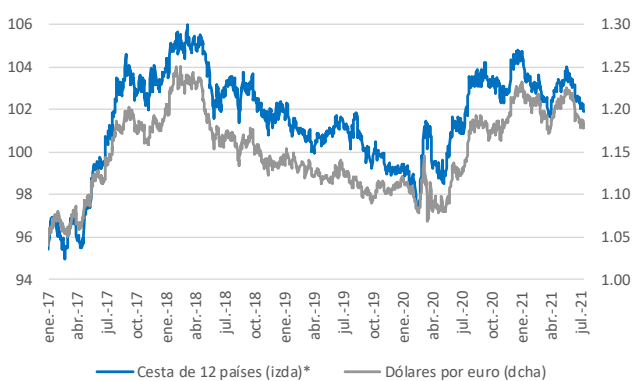
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés interbancarios



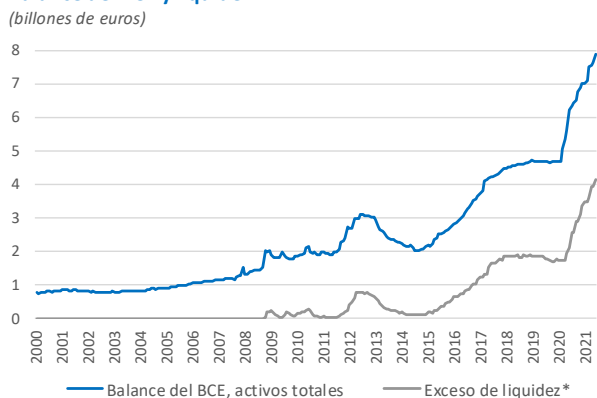
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de cambio para la eurozona



Nota: *Tipo de cambio nominal efectivo respecto a 12 divisas (100 = 1T1999).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

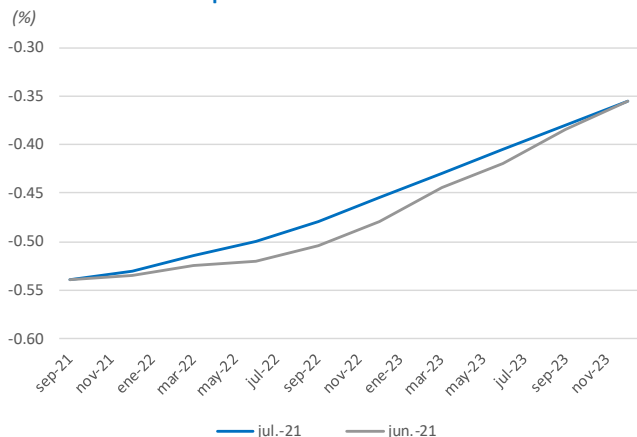
Balance del BCE y liquidez



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*

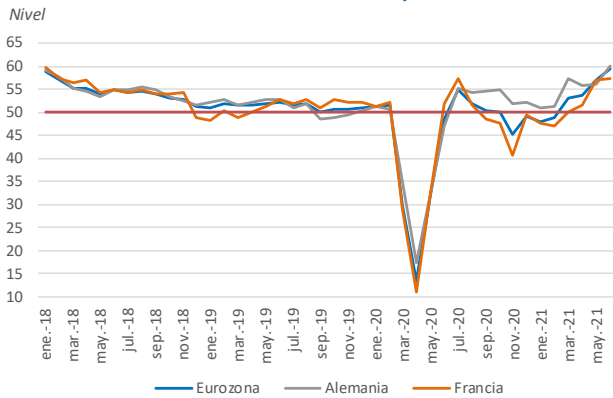


Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.

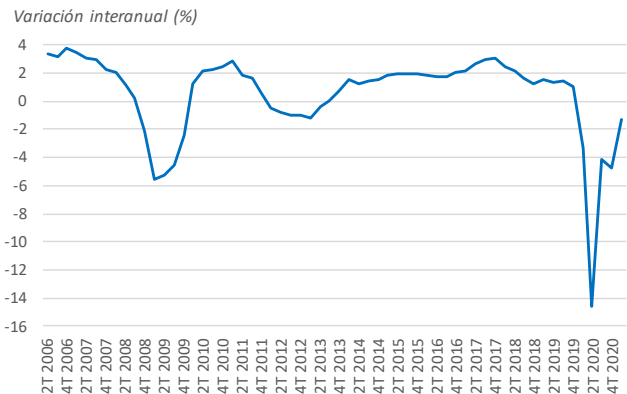
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Indicadores de condiciones económicas

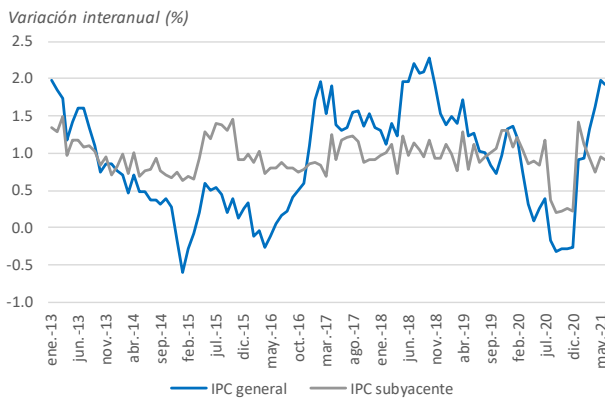
Eurozona: Indicador de actividad PMI compuesto



Eurozona: PIB



Eurozona: IPC armonizado



Expectativas de inflación de mercado para la eurozona



Previsiones macroeconómicas del BCE en junio de 2021 (marzo de 2021)

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

Nota: Variaciones interanuales.

Anexo: situación y medidas del BCE 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). Ahora, quedan todavía por utilizar unos 640.000 millones de euros, por lo que solamente con este programa el BCE podría realizar en 2021 las mismas compras netas que realizó con el APP y el PEPP conjuntamente en 2020.
- 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.
 - 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 implementaron 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