

BCE: más política monetaria no convencional

El Consejo de Gobierno del BCE de principios de junio trajo numerosas novedades respecto a la política monetaria que el organismo llevaba desempeñando hasta el momento. Si bien desde 2012 ha seguido una política acomodaticia, intensificando la utilización de herramientas de política monetaria no convencional, sus últimas medidas han ido un paso más allá. Tras el deterioro de las previsiones de inflación para los próximos meses, el BCE ha recurrido a medidas inéditas dentro del conjunto del área euro.

Juan Navarro

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) celebrado el seis de junio trajo consigo la publicación de las nuevas proyecciones de crecimiento e inflación. Los cambios sobre la senda de crecimiento de las economías del área euro han sido reducidos a diferencia de los que afectan a la inflación. El BCE espera que la variación anual media del IPC del conjunto del área se sitúe en el 0,7% este año, en el 1,3% en 2015 y en el 1,5% en 2016, revisando a la baja los niveles que el organismo había fijado el pasado mes de marzo en un 1,0%, 1,5% y 1,6% respectivamente.

Las previsiones del grueso de analistas en torno a la batería de medidas que podían ser implementadas en el Consejo de Gobierno recogían principalmente el agotamiento de las medidas convencionales de política monetaria tales como la reducción del tipo de intervención (*repo*) a mínimos históricos, y la rebaja de los tipos de las facilidades marginales de depósito y de crédito.

Finalmente, las medidas tomadas por el BCE superaron con creces las expectativas del consenso. El organismo siguió dando pasos más allá de las herramientas de política monetaria convencional y, ante la amenaza de un deterioro adicional



del contexto de precios en el área euro, optó por una flexibilización más agresiva de las condiciones monetarias. Dichas medidas, que pasamos a detallar a continuación, fueron acogidas con cierto optimismo en los mercados financieros y se concretaron en: i) un repunte de renta variable europea, ii) relajación de las curvas (principalmente en las periféricas) dando cierto recorrido a la renta fija y iii) una depreciación adicional del euro frente al dólar.

De forma resumida, las medidas concretas adoptadas por el regulador son las siguientes:

1. Rebaja del tipo de intervención. El *repo* pasa a situarse en el 0,15%, 10pb menos.
2. Rebaja de los tipos de las facilidades de depósito y crédito y de la cuenta de reservas. La facilidad marginal de depósito (FMD) pasa a situarse

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS
- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



en el -0,10% (venía del 0%). Ese mismo tipo de interés, -0,10%, se aplicará para la cantidad depositada en la cuenta de reservas que exceda un mínimo exigido, para eliminar el incentivo a traspasar la liquidez desde la FMD a la propia cuenta de reservas. También se ha reducido el tipo de la facilidad marginal de crédito (FMC) desde el 0,75% hasta el 0,40%, estrechando el corredor con la FMD hasta los 50pb.

3. Extensión del *full allotment* a tipo fijo hasta diciembre del 2016, tanto para las MRO (*Main Refinancing Operations*) como para las LTRO (*Long-Term Refinancing Operations*).

4. Creación de nuevas inyección de liquidez a largo plazo, condicionadas a la concesión de crédito (también denominadas TLTRO). El objetivo de esta facilidad es fomentar el crédito bancario al sector privado no financiero excluyendo el préstamo para la compra de vivienda. Las dos primeras inyecciones (septiembre y diciembre de 2014) tendrán unas características diferentes al resto: en concreto, cada entidad podrá solicitar como máximo la liquidez equivalente al 7% del saldo vivo de su cartera de préstamos con unas determinadas características. El funcionamiento de las subsiguientes TLTRO será diferente: cada entidad que acuda a estas facilidades podrá solicitar hasta tres veces el préstamo neto elegible que supere un determinado *benchmark*.

5. No esterilización de las compras del *Securities Market Program* (SMP). Esta medida implica un aumento de la liquidez de 119.000 millones de euros con carácter inmediato (el tamaño del programa es de 164.000 millones, pero desde hace varias semanas el BCE no estaba esterilizando completamente estas compras). La no esterilización incrementa directamente la base monetaria siendo, por tanto, la medida de cuantas ha tomado el banco central que más se parece al tipo de *Quantitative Easing* (QE) que han lanzado la Fed, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Junio	2014
RV Internacional	8,1	13,0
RV Emergentes Global	7,8	11,9
RV Materias Primas	7,1	12,9
RV Japón	5,3	1,0
RV Emergentes Latinoamérica	4,3	8,9
RV EEUU	3,2	6,7
RV Sectores Defensivos	2,7	9,9
RV España	2,6	12,7
RV Sectores Crecimiento	2,6	7,8
Materias primas	2,3	8,8
RV Emergentes Europa del Este	2,2	2,1
Garantizado parcial	1,6	6,1
RV Emergentes Asia y Oceanía	1,5	5,9
RV Euro	1,3	7,9
RV Mixta Euro	1,3	6,5
RV Mixta Internacional	1,1	4,5
RF High Yields	0,9	4,9
Gestión Global	0,8	4,0
Monetarios Internacional	0,8	2,6
RV Europa	0,7	6,6
RF Mixta Euro	0,7	4,0
Garantizado rendimiento variable	0,6	2,9
RF Mixta Internacional	0,6	3,4
RF Largo Euro	0,5	4,8
Fondos de Inversión Libre	0,4	1,6
Garantizado rendimiento fijo	0,3	2,3
Gestión Alternativa	0,3	1,2
RF Corto Euro	0,3	2,4
RF Emergentes Corporate	0,2	4,7
RF Convertibles	0,2	3,7
RF Emergentes	0,1	5,6
Retorno Absoluto Conservador	0,1	0,9
Monetarios USD	0,1	0,6
Monetarios Euro	0,0	0,2
RV Emergentes MENA	-0,3	9,2
RF Largo Plazo USD	-0,4	3,4
RF Internacional	-0,4	3,5
RF Corto Plazo USD	-0,5	1,1

Fuente: Afi.

6. Anuncio de que se está trabajando en un programa de compra directa de ABS (*Assets Backed Securities*) para asegurar el correcto funcionamiento de su política monetaria. Entre los activos susceptibles de encajar en este programa, figuran ABS «simples y transparentes» constituidos por préstamos al sector privado no financiero.

Algunas de las consecuencias principales de la batería de medidas que ha llevado a cabo el BCE y que tendrán impacto durante los próximos meses podrán ser las siguientes:

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO
UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Banco

PAGOS
- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



i) Las curvas monetarias y tramos cortos soberanos podrían mantenerse en zonas de mínimos de TIR a lo largo de los próximos meses.

ii) Se prevé cierto repunte de rentabilidades en los tramos largos de las curvas soberanas del núcleo europeo, mientras que los tramos cortos permanecen estables, dando lugar a un apuntamiento de la pendiente.

iii) Estabilidad en los tipos periféricos; tanto en tramos cortos como en el largo plazo no esperamos una relajación adicional suficiente como para tomar posiciones largas en curvas periféricas a ningún plazo.

iv) El cambio USD/EUR se aleja de niveles cercanos al 1,40 USD/EUR para situarse en el entorno del 1,35 USD/EUR. Esperamos cierta estabilidad en estos niveles durante los próximos meses, aunque no descartamos una aceleración en el nivel de apreciación del USD de cara a final de año.

v) Revalorización de los índices bursátiles europeos. La expectativa de revitalización del crédito, la fijación de tipos de interés en mínimos y la previsible aceleración del ciclo, especialmente si viene acompañada de un aumento de la inflación, son un caldo de cultivo propicio para la mejora de resultados de las compañías europeas. Empresas muy endeudadas, de sectores *growth*, que se beneficien de la depreciación del EUR, pueden tener un buen comportamiento durante próximos meses. Preferimos sectores como autos, industria, construcción y bancos.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

El buen comportamiento de los mercados y las señales de complacencia en determinados frentes

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-jun-14	31-may-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	20	20	17	3
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	1	2	1	0
RV Emerg. Latam	3	3	1	2
RV Europa Este	5	4	1	4
RV Japón	8	8	4	4
Renta variable	43	43	30	13
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	7	10	0	7
Gestión alternativa	7	10	7	0
RF Convertibles	10	13	0	10
RF High Yield	5	5	2	3
RF Emergente	8	4	0	8
RF IG CP	6	4	8	-2
RF IG LP	4	6	0	4
RF Largo EUR	7	7	15	-8
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	40	39	58	-18
Monetarios USD	4	4	0	4
Monetarios GBP	2	0	0	2
Liquidez	4	4	5	-1
Mdo. Monetario	10	8	5	5

Fuente: Afi.

nos hacen ser ligeramente más conservadores de cara al verano. Elevamos el peso de la bolsa de Europa del Este tras la reducción de las tensiones geopolíticas y reducimos el de la bolsa asiática emergente. Llevamos el peso de gestión alternativa hasta el 7% en un contexto en el que este tipo de estrategias no está funcionando adecuadamente. El aumento de la delta de los bonos convertibles nos lleva a reducir este vértice de riesgo bajando su peso en 3pp. Reducimos duración y aumentamos el peso de referencias con diferenciales altos. El resultado: mayor peso de renta fija emergente y de crédito EUR a corto plazo y menor de renta fija EUR a largo plazo. Subimos el peso de monetarios USD y GBP ante la posible apreciación de estas divisas frente al EUR ::

COBROS Y PAGOS

SU TIEMPO ES ORO
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO
UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente