

El pasado 13 de diciembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) anunció el fin de las compras netas de activos al final de 2018 y reforzó sus indicaciones en cuanto a la política de reinversión de los activos adquiridos en el marco de su programa de compras (APP, por sus siglas en inglés). En particular, el Consejo manifestó que prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo «durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE». En esa misma reunión, el Consejo mantuvo sus expectativas de que dichos tipos se situarían en los niveles actuales «hasta al menos durante el verano de 2019», plazo que extendió a «al menos hasta el final de 2019» en su última reunión, celebrada el 7 de marzo<sup>1</sup>.

En este contexto, resulta relevante analizar cómo se han comportado recientemente las expectativas de mercado sobre la evolución

futura del tipo de interés de referencia del BCE y cómo compara la senda futura de tipos que actualmente esperan los mercados con la observada en episodios pasados en los que el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos iniciaron ciclos de subidas en sus tipos de interés.

Como se puede observar en el gráfico 1, las expectativas de mercado sobre la evolución futura del tipo de interés de referencia del BCE (el tipo de la facilidad de depósito), aproximadas por la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia<sup>2</sup>, se han revisado a la baja de manera notable en los últimos meses. En particular, si en octubre de 2018 los mercados descontaban que los tipos de

1 Véanse *Monetary policy decisions*, notas de prensa del BCE de 13 de diciembre de 2018 y de 7 de marzo de 2019. En su reunión del 7 de marzo, el Consejo de Gobierno también acordó la implementación de una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés).

2 Eonia es el acrónimo de *Euro Overnight Index Average*, que es el tipo de interés interbancario medio en la zona del euro a un día. Desde 2009, este índice tiene un comportamiento muy similar al del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE, que actualmente es el tipo de referencia de la política monetaria en la zona del euro. Por otra parte, hay que tener en cuenta que los tipos *forward*, especialmente para los horizontes más largos, pueden incorporar primas de riesgo, además de las expectativas futuras de tipos de interés.

Gráfico 1  
NIVEL DE TIPOS ESPERADOS EN LA ZONA DEL EURO DENTRO DE N MESES

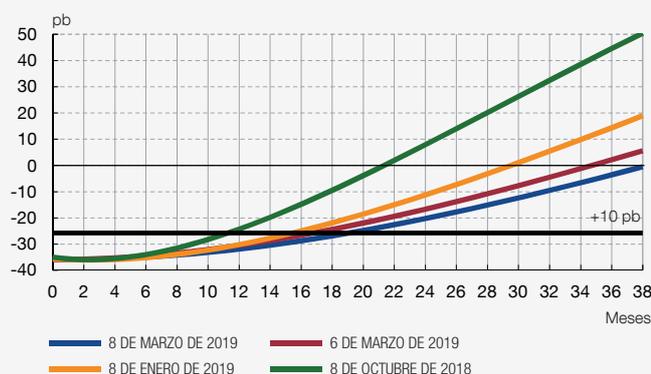


Gráfico 2  
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS EN LA ZONA DEL EURO ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA

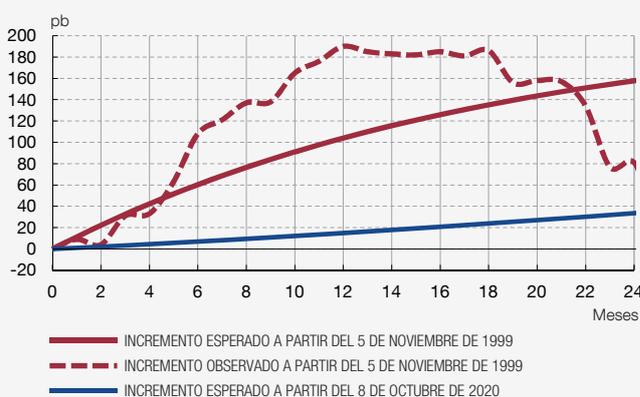


Gráfico 3  
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS EN LA ZONA DEL EURO ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA



Gráfico 4  
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Datastream.

NOTA: Los datos sobre tipos esperados se obtienen calculando la curva *forward* instantánea a partir de OIS (*overnight index swaps*). El tipo de interés observado es el índice eonia para la zona del euro y el *Fed Funds Rate* para Estados Unidos.

interés aumentarían 10 puntos básicos (pb) en los siguientes 12 meses (véase la curva verde del gráfico 1), situando así la primera subida para octubre de este año, ahora prevén que dicho movimiento tenga lugar dentro de 19 meses (véase la curva azul del gráfico 1), lo que implica un retraso hasta octubre de 2020 (asumiendo que esta primera subida fuera de 10 pb). Este cambio vendría explicado, fundamentalmente, por el empeoramiento en las perspectivas de crecimiento global que se observó a finales de 2018, que ha sido especialmente acusado para el área del euro, pero también por el cambio reciente en el horizonte temporal mínimo en el que el Consejo de Gobierno del BCE espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales, anunciado el pasado 7 de marzo, junto con una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento e inflación para la zona del euro en los próximos años. Tras estos anuncios, se observó una demora de tres meses en la fecha prevista por el mercado para la primera subida de tipos respecto de lo que los mercados anticipaban justo antes de conocer las medidas adoptadas en el último Consejo de Gobierno del BCE (véanse las curvas roja y azul del gráfico 1).

Más allá del retraso en el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en el área del euro, el gráfico 1 muestra que las expectativas de mercado sobre la intensidad de un eventual proceso futuro de elevación de estos tipos de interés también se han visto sensiblemente modificadas en los últimos meses. En particular, si a principios del pasado octubre la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia anticipaba que el tipo de interés de referencia en el área del euro alcanzaría un nivel positivo a partir de agosto de 2020 (22 meses después), el aplanamiento de esta curva en el período más reciente indica que el mercado prevé que no se alcancen tipos de interés positivos antes de 2022 (dentro de 38 meses).

El elevado gradualismo que los mercados anticipan en la senda futura de aumento de los tipos de interés en el área del euro contrasta con el comportamiento de estos tipos en los dos últimos episodios en los que el BCE inició ciclos de subidas en sus tipos de interés (1999 y 2005)<sup>3</sup>, y con las expectativas sobre su evolución que el mercado tenía en el momento del primer incremento de tipos en estos episodios. En particular, en estos momentos la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia descuenta que el tipo de referencia europeo se elevaría 34 pb en los dos años siguientes a la primera subida (octubre de 2020) (véase la línea azul de los gráficos 2 y 3), por debajo de los incrementos de 158 pb y de 75 pb que anticipaban los mercados en el momento de la primera alza de tipos en los episodios de endurecimiento de 1999 y 2005, respectivamente (véanse las líneas continuas en rojo en los gráficos 2 y 3), y de los aumentos realmente observados,

3 Además, el BCE incrementó el tipo de interés de referencia en dos ocasiones en 2011, en marzo y en julio, aunque este ciclo de subidas se interrumpió ese mismo año, en noviembre, cuando se tomó la decisión de reducir de nuevo el tipo de interés.

que fueron de 85 pb y de 141 pb, respectivamente (véanse las líneas punteadas en rojo en los gráficos 2 y 3)<sup>4</sup>.

Las expectativas actuales de tipos de interés oficiales en la UEM también contrastan con la intensidad del proceso de normalización observado en Estados Unidos desde que la Reserva Federal subiera sus tipos oficiales por primera vez en este ciclo, en diciembre de 2015. En particular, dos años después de esta primera subida, los tipos de referencia en Estados Unidos se incrementaron 126 pb, aumento muy próximo al que esperaban los mercados en diciembre de 2015 (96 pb), pero muy por encima de las expectativas actuales en el área del euro (véase gráfico 4). En los últimos meses, no obstante, la acumulación de ciertas señales de moderación en el ritmo de avance de la economía estadounidense ha motivado una revisión de la senda de normalización de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal<sup>5</sup>. En estos momentos, de hecho, los mercados esperan que los tipos de interés oficiales en Estados Unidos se sitúen, a corto y a medio plazo, por debajo de los niveles que anticipaban hace solo unos meses.

En conclusión, el deterioro en el entorno macroeconómico reciente y el anuncio de la extensión en el horizonte temporal mínimo en el que el BCE espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales han provocado que los mercados retrasen significativamente la fecha prevista del comienzo de las subidas de tipos de interés en el área del euro. Además, los mercados anticipan, en estos momentos, que, tras esa primera subida, el perfil de incrementos posteriores sea muy gradual, tanto en términos históricos como en comparación con lo observado en Estados Unidos desde 2015 hasta finales de 2018. La revisión a la baja que se ha producido en los últimos meses en las expectativas de tipos de interés revela que la política de comunicación del BCE acerca de la orientación futura de su política monetaria ha sido efectiva a la hora de guiar las expectativas de los mercados financieros, al condicionar la senda futura de tipos de interés a la situación económica y a las perspectivas sobre la inflación. Esta política de *forward guidance* debería contribuir a mitigar el alcance de la desaceleración de la actividad en la medida en que favorece, a través del ajuste de las expectativas de los mercados, unas condiciones financieras más holgadas.

4 En los gráficos, la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia está normalizada para que comience con un tipo de interés igual a cero en tres momentos distintos: en el actual (mostrándose la curva 19 meses adelantada) y en el inicio de los períodos de endurecimiento de la política monetaria del BCE en 1999 y en 2005. Es importante resaltar que, tanto en 1999 como en 2005, los tipos de interés de referencia en el área del euro se correspondían con los aplicables a las operaciones principales de financiación (MRO, por sus siglas en inglés), que a su vez tenían un comportamiento muy similar al eonia.

5 En la rueda de prensa posterior a la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de finales de enero, en la que se decidió mantener los tipos oficiales sin cambios, el presidente de la Fed, Jerome Powell, advirtió sobre la necesidad de ser pacientes ante modificaciones en la política de tipos. Este mensaje se ha mantenido, ya que el presidente de la Fed sugirió en una entrevista el domingo, 10 de marzo, que no hay prisa en modificar la política actual de tipos.