



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

El BCE abre un nuevo panorama de mercados elevando el tipo *repo*

Puntos destacados

- El BCE se atiene a lo que ya «adelantó» en marzo y sube los tipos de interés en 25 puntos básicos hasta el 1,25%. Esperamos que, a diferencia de lo observado en otras fases de subidas de tipos de intervención, el ritmo de repuntes para el tipo *repo* sea más lento que en ocasiones anteriores. Nuestras expectativas a cierre de año sitúan al *repo* en el 1,75% y en el 2,50% para finales de 2012.
- Bajo estos condicionantes, el movimiento al alza en el resto de curvas de tipos no se ha hecho esperar y, en particular, en los tipos en los plazos más cortos. Los mercados esperan un incremento de tipos Euribor a tres meses superior al previsto por Afi durante próximos trimestres.
- En todo caso, el endurecimiento monetario es un elemento de riesgo para aquellas economías que todavía no han iniciado una fase de recuperación tan sólida como la observada en Alemania, además de que puede tener connotaciones negativas para el sector exterior del conjunto de la UME.
- Uno de los principales puntos fuertes de la economía española es la reducción de las necesidades de financiación exterior gracias, sobre todo, a las empresas no financieras, que han pasado de ser el principal deudor neto de la economía al inicio de la crisis a convertirse en su segundo mayor acreedor, después de los hogares.

Aunque todavía sobre una base muy laxa, observamos cierto endurecimiento de las condiciones monetarias en el área euro medido a través del índice de condiciones monetarias (ICM). El ICM es una herramienta que permite medir el grado de laxitud o de restricción sobre una economía derivado de la evolución de los tipos de interés y de cambio.

Un incremento en los tipos de intervención y/o la apreciación de la divisa equivalen a un endurecimiento de las condiciones monetarias. En este sentido, el repunte de tipos de interés y la apreciación del euro no están siendo suficientes como para compensar la deriva al alza de la inflación.

Esta tendencia podría tener connotaciones negativas para el sector exterior del área euro y, por extensión, para empresas exportadoras (especialmente, para las que exporten fuera del área euro) ::

La mayor parte de empresas españolas tienen seriamente limitado el acceso a los mercados de financiación mayorista. Esta restricción sitúa al préstamo bancario como la principal fuente de financiación. El contexto de tipos recién inaugurado por el BCE hace conveniente revisar posibles estrategias de financiación vinculadas al Euribor.

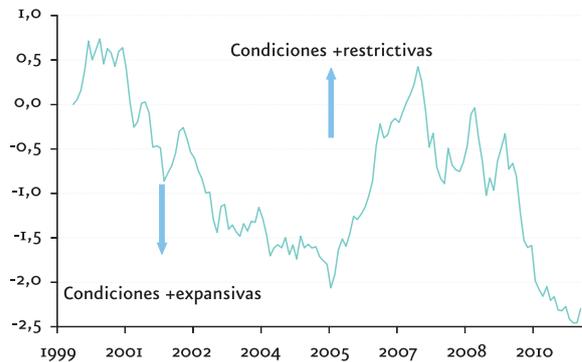
De la comparación de las expectativas Afi con los futuros sobre el Euribor a tres meses, se desprende que los mercados esperan una senda de subidas de los tipos interbancarios superior a la esperada por Afi. En este sentido, no nos parece adecuado formalizar operaciones de financiación vinculadas al Euribor a tres meses durante próximos trimestres y, de hacerlo, los vencimientos dic-11 y mar-13 son los que ofrecen una menor desviación respecto a nuestras expectativas ::

Afortunadamente, las necesidades de financiación exterior de la economía española siguen reduciéndose. 2010 cierra con una nueva caída en las necesidades de financiación exterior de la economía española, que se sitúan en 41.000 millones de euros, un 3,9% del PIB.

El motivo ha residido en la recuperación del ahorro bruto, gracias, de nuevo, al comportamiento de las empresas no financieras, que han pasado de ser el principal deudor neto de la economía al inicio de la crisis (sus necesidades de financiación superaban el 11% del PIB) a convertirse en su segundo mayor acreedor, después de los hogares.

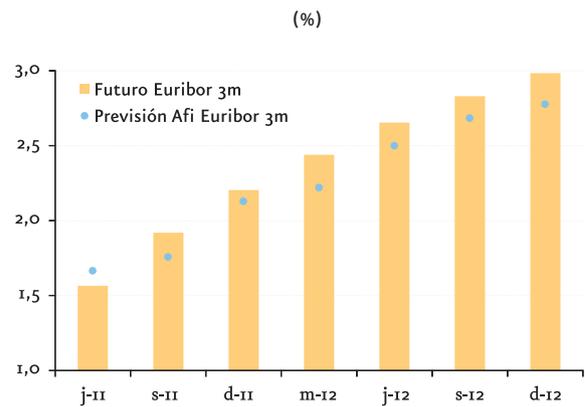
A cierre de 2010, las empresas no sólo tienen capacidad de financiación por un 0,4% del PIB, sino que, además, es el sector con mayor margen para la generación de ahorro (acumula más de 127.700 millones de euros), a tenor de su reciente evolución ::

Índice de condiciones monetarias UME



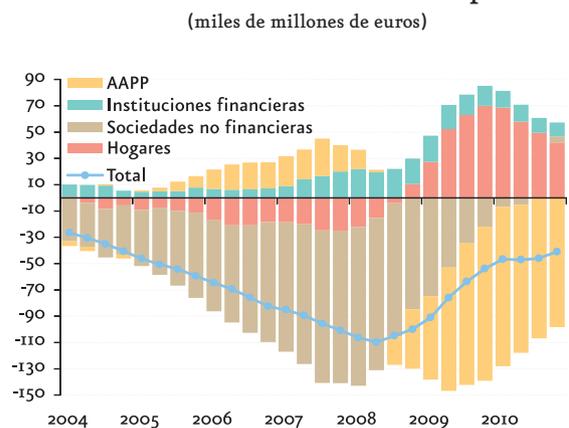
Fuente: elaboración propia.

Futuros sobre Euribor a tres meses: Afi frente a mercado



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Capacidad/necesidad de financiación por sectores institucionales de España



Fuente: elaboración propia a partir de INE.