

BANCOS CENTRALES

BCE: sin pistas para diciembre

Sonsoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez/ Juan Navarro

La reunión del BCE de hoy ofreció pocas novedades aparte de desmentir los rumores de un posible "tapering". Como se esperaba, las decisiones se han pospuesto al mes diciembre y no se ofreció ninguna pista sobre una posible extensión del QE o de la posibilidad de introducir cambios técnicos para hacer frente a los problemas de escasez de bonos. Seguimos esperando que el BCE anuncie una ampliación del QE en diciembre.

Como era de esperar, **Mario Draghi no proporcionó mucha información sobre las decisiones que se tomarán en diciembre.** En el día de hoy, el Consejo de Gobierno trató en su mayoría medidas técnicas destinadas a reducir el problema de la falta de bonos en el mercado, pero no se proporcionaron detalles relevantes sobre dicho debate. El BCE seguirá comprando 80.000 millones de euros mensuales hasta finales de marzo de 2017, o más allá si fuese necesario. Los comités especiales que estudian la manera de garantizar una buena ejecución del QE continúan su labor, pero el señor Draghi mencionó en varias ocasiones que el Consejo de Gobierno es el órgano que tendrá la última palabra sobre el futuro de la política monetaria. Esto podría indicar ciertas discrepancias entre los puntos de vista de los comités y del Consejo de Gobierno (o parte de él), que pueden tener en cuenta otro tipo de consideraciones (menos técnicas).

Los comentarios más interesantes se produjeron sobre los recientes rumores relativos a un eventual estrategia de salida del actual programa de compra de activos del ECB (tapering), que el señor Draghi atribuyó a unas "declaraciones al azar de alguien que no dispone de pistas o información al respecto" y, posteriormente, a "fuentes mal informadas", lo que sugiere que esos rumores no se deberían tener en cuenta. Cuando se le preguntó acerca de un eventual "final abrupto" del programa, el Sr. Draghi dejó claro que, aunque no lo habían tratado en la reunión, es poco probable y "no está en la mente de nadie". Además, mencionó que las perspectivas actuales de inflación están condicionadas por las laxas condiciones financieras y la expectativa de políticas muy acomodaticias, lo que sugiere, además, que el BCE no está pensando en poner fin al programa de compras (tapering). No obstante, Mario Draghi subrayó también que el QE no durará siempre, y que su duración dependerá de que se consiga llegar a una senda de convergencia duradera y autosostenida hacia el objetivo del BCE.

Una vez más, el Sr. Draghi defendió las políticas de tipos muy bajos y de QE implementadas hasta el momento, haciendo hincapié en el buen resultado que las políticas de tipos bajos están teniendo hasta el momento, mejorando las condiciones de préstamo de los bancos así como reduciendo la fragmentación. Por otra parte, señaló que la compra de bonos corporativos de grandes empresas permite liberar espacio en los balances bancarios para que así puedan destinar más crédito a empresas de menor tamaño.

Las perspectivas económicas se mantienen prácticamente sin cambios, ya que el crecimiento se mantiene estable y resistente pese a la incertidumbre a nivel global. Con respecto a la inflación, indicó que su tendencia positiva tiene su origen en los efectos de base de los precios de la energía, mientras que todavía no hay señales de una tendencia al alza de la inflación subyacente convincente. Los riesgos en inflación siguen siendo a la baja.

Cuando se le preguntó sobre la posibilidad de que el BCE permita rebasar ligeramente el objetivo de inflación (según lo sugerido por otros bancos centrales), se limitó a decir que "la inflación tendrá que ser autosostenida. **Queremos una convergencia que sea autosostenida.** En otras

palabras, sin el apoyo de la política monetaria que existe en estos momentos." Esto puede apuntar a una menor tolerancia por parte del BCE a un nivel de inflación superior a su objetivo en el futuro.

Con respecto a la posibilidad de aplicar la opción del **"bail-in"** (recapitalización interna) a las reestructuraciones bancarias, Draghi hizo hincapié en que las **reglas son claras, pero permiten cierta flexibilidad en su aplicación.**

Sobre Portugal y la eventual rebaja de la calificación crediticia de su deuda, recordó al público asistente que los bonos portugueses no se podrían presentar como colateral para operaciones ordinarias de política monetaria ni ser elegibles para el actual programa de compra de deuda soberana(QE), aunque por otra parte también señaló que el gobierno ha hecho progresos notables.



DESTACADO: sobre el formato del comunicado del BCE:

El aparente formato “control de cambios” que se emplea a continuación tiene por objeto facilitar el seguimiento de cambios del comunicado respecto a la anterior reunión del BCE. En negro aparece la parte del comunicado que se mantiene sin cambios. En azul y subrayado las novedades de la última reunión y en rojo y tachado, el texto que no aparece en el nuevo comunicado

Mario Draghi, President of the ECB, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB Frankfurt am Main, ~~8 September~~ 20 October 2016

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. We will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council, ~~which was also attended by the Commission Vice-President, Mr Dombrovskis.~~

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the ~~key ECB interest rates~~ unchanged. We continue to expect them to remain at present or lower levels for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases. Regarding ~~non-standard monetary policy measures~~, we confirm that the monthly asset purchases of €80 billion are intended to run until the end of March 2017, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its inflation aim.

~~Today, we assessed the economic and monetary data which had~~ The information that has become available since our ~~last meeting and discussed the new ECB staff macroeconomic projections. Overall, while the available evidence so far suggests resilience in early September confirms a continued moderate but steady recovery of the euro area economy to the continuing and a gradual rise in inflation, in line with our previous expectations. The euro area economy has continued to show resilience to the adverse effects of~~ global economic and political uncertainty, ~~our baseline scenario remains subject to downside risks.~~

~~Our aided by our~~ comprehensive monetary policy measures ~~continue to, which~~ ensure ~~supportive~~ very favourable financing conditions ~~and underpin the momentum of the euro area economic recovery. As a result, we continue~~ for firms and households. Overall, however, the baseline scenario remains subject to downside risks.

Looking ahead, we remain committed to ~~expect real GDP to grow at a moderate but steady pace and euro area inflation to rise gradually over the coming months, in line with the path already implied in our June 2016 staff projections.~~

~~The Governing Council will continue to monitor economic and financial market developments very closely. We will preserve~~ preserving the very substantial ~~amount~~ degree of monetary ~~support that is embedded in our staff projections and that accommodation which~~ is necessary to secure a ~~return~~ sustained convergence of inflation ~~to~~ towards levels below, but close to, 2% over the medium term. ~~If~~ To that end, we will continue to act, if warranted, ~~we will act~~ by using all the instruments available within our mandate. ~~Meanwhile, the Governing Council tasked the relevant~~ In December the Governing Council's assessment will benefit from the new staff macroeconomic projections extending through to 2019 and from the work of the Eurosystem committees to evaluate on the options ~~that~~ to ensure ~~at~~ the smooth implementation of our purchase programme ~~until March 2017, or beyond, if necessary.~~

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the ~~economic analysis.~~ Euro Real GDP in the euro area ~~real GDP~~ increased by 0.3%, quarter on quarter, in the second quarter of 2016, after 0.5% in the first quarter. ~~Incoming~~ The latest data ~~and survey results~~ point to ~~ongoing~~ continued growth in the third quarter of 2016, at around the same ~~rate~~ pace as in the second quarter. Looking ~~further~~ ahead, we ~~continue~~

~~to expect the economic recovery~~expansion to proceed at a moderate but steady pace. Domestic demand ~~remains~~should be supported by the pass-through of our monetary policy measures to the real economy. Favourable financing conditions and improvements in ~~the demand outlook and in~~ corporate profitability continue to promote a recovery in investment. ~~Sustained~~Moreover, still relatively low oil prices and sustained employment gains, which are also benefiting from past structural reforms, ~~and still relatively low oil prices~~ provide additional support for households' real disposable income and ~~thus for~~ private consumption. In addition, the fiscal stance in the euro area ~~is expected to~~will be mildly expansionary in 2016 and to turn broadly neutral in 2017 and 2018. However, the economic recovery in the euro area is expected to be dampened by still subdued foreign demand, ~~partly related to the uncertainties following the UK referendum outcome~~, the necessary balance sheet adjustments in a number of sectors and a sluggish pace of implementation of structural reforms. The risks to the euro area growth outlook remain tilted to the downside and relate mainly to the external environment.

~~This assessment is broadly reflected in the September 2016 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP increasing by 1.7% in 2016, by 1.6% in 2017 and by 1.6% in 2018. Compared with the June 2016 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised downwards slightly.~~

According to ~~Eurostat's flash estimate~~Eurostat, euro area annual HICP inflation in ~~August~~September 2016 was ~~0.2%, unchanged~~4%, up from ~~July~~. ~~While 0.2% in August. This reflected mainly a continued increase in annual energy inflation continued to rise, services and non-energy industrial goods, while there are no signs yet of a convincing upward trend in underlying inflation turned out to be slightly lower than in July.~~ Looking ahead, on the basis of current oil futures prices, inflation rates are likely to ~~remain low~~pick up over the next ~~few couple of months before starting to pick up towards the end of 2016~~, in large part owing to base effects in the annual rate of change of energy prices. Supported by our monetary policy measures and the expected economic recovery, inflation rates should increase further in 2017 and 2018.

~~This pattern is also reflected in the September 2016 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 0.2% in 2016, 1.2% in 2017 and 1.6% in 2018. In comparison with the June 2016 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for HICP inflation is broadly unchanged.~~

Turning to the ~~monetary analysis~~, broad money (M3) continued to increase at a robust pace in ~~July~~August 2016, with its annual rate of growth standing at ~~4.85.1%~~, after ~~5.04.9%~~ in ~~June~~July. As in previous months, annual growth in M3 was mainly supported by its most liquid components, with the narrow monetary aggregate M1 expanding at an annual rate of ~~8.9% in August, after 8.4% in July, after 8.7% in June.~~

Loan dynamics followed the path of gradual recovery observed since the beginning of 2014. The annual rate of change of loans to non-financial corporations ~~increased to~~stood at 1.9% in ~~July~~August 2016, ~~compared with 1.7% in June.~~ The annual growth rate of loans to households ~~also~~ remained stable, at ~~1.8%~~1.8%, in ~~July~~August. Although developments in bank credit continue to reflect the lagged relationship with the business cycle, credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets, the monetary policy measures in place since June 2014 are ~~increasingly filtering through to~~ support significantly supporting borrowing conditions for firms and households and thereby credit flows across the euro area.

The euro area bank lending survey for the third quarter of 2016 indicates some further improvements in both supply and demand conditions for loans to the non-financial private sector. Furthermore, banks continued to report that the ECB's asset purchase programme and the negative deposit facility rate had contributed to more favourable terms and conditions on loans.

To sum up, a ~~cross-check~~ of the outcome of the economic analysis with the signals coming from the monetary analysis confirmed the need to preserve the very substantial amount of monetary support that is necessary in order to secure a return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2% without undue delay.

Monetary policy is focused on maintaining price stability over the medium term and its accommodative stance supports economic activity. As emphasised repeatedly by the Governing Council, and as [again](#) strongly echoed in both European and international policy discussions, in order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute much more decisively, both at the national and at the European level. The implementation of **structural reforms** needs to be substantially stepped up to reduce structural unemployment and boost potential output growth in the euro area. Structural reforms are necessary in all euro area countries. The focus should be on actions to raise productivity and improve the business environment, including the provision of an adequate public infrastructure, which are vital to increase investment and boost job creation. The enhancement of current investment initiatives, including the extension of the Juncker plan, progress on the capital markets union and reforms that will improve the resolution of non-performing loans will also contribute positively to this objective. In an environment of accommodative monetary policy, the swift and effective implementation of structural reforms will not only lead to higher sustainable economic growth in the euro area but will also make the euro area more resilient to global shocks. **Fiscal policies** should also support the economic recovery, while remaining in compliance with the fiscal rules of the European Union. Full and consistent implementation of the Stability and Growth Pact over time and across countries remains crucial to ensure confidence in the fiscal framework. At the same time, all countries should strive for a more growth-friendly composition of fiscal policies.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.