

Observatorio BCE: el BCE seguirá adoptando decisiones relativas al QE en octubre

Sonsoles Castillo / Miguel Jiménez / Agustín García / María Martínez

Jueves, 7 de septiembre de 2017

- **La reunión de ayer se centró en los efectos de la apreciación del euro y la estrategia de salida del QE**
- **Es probable que las decisiones se adopten en octubre tras el debate inicial sobre los escenarios alternativos para salir gradualmente del QE**
- **La volatilidad de tipo de cambio se ve como una fuente de incertidumbre. No obstante, las nuevas previsiones son optimistas: mayor crecimiento y solo una ligera revisión a la baja de la inflación**

En la reunión celebrada ayer sobre política monetaria no se produjeron cambios en la postura del BCE con respecto a su política monetaria, ya que el banco central mantuvo sin cambios el tipo de interés de referencia y reiteró que las compras de activos mensuales por valor de 60.000 millones de euros seguirán realizándose hasta finales de diciembre de 2017 o más adelante, en caso de que fuese necesario. No obstante, el BCE dejó claro que probablemente decidirá el futuro del QE (quantitative easing, por sus siglas en inglés) en octubre. En cuanto a las perspectivas sobre la economía, los riesgos permanecen equilibrados en su conjunto. Con respecto al euro, cabe señalar que se incluyó un párrafo en el comunicado para mostrar que existe un amplio consenso dentro del Consejo de Gobierno (CG) sobre la «reciente volatilidad», ya que «representa una fuente de incertidumbre que requiere una supervisión».

Durante la ronda de preguntas, la atención se centró en la normalización de la política monetaria y el tipo de cambio. En lo que respecta a las herramientas de la política monetaria, el Sr. Draghi reveló que existe un debate en el seno del CG sobre la retirada gradual del programa ampliado de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), aunque fue algo muy preliminar. En concreto, afirmó que han debatido acerca de los pros y contras de los distintos escenarios, así como sobre los canales de transmisión, cubriendo la duración y el volumen de los distintos planes. No obstante, se mantuvo un tono prudente ya que el Sr. Draghi destacó que la decisión de la retirada gradual es difícil y que desean ver el trabajo que han llevado a cabo los comités del BCE antes de tomar una decisión. El presidente del BCE se mostró reticente a señalar la fecha de anuncio de la retirada gradual, pero afirmó que seguramente la mayoría de estas decisiones se tomarían en octubre. En cualquier caso, Draghi dejó muy claro que el CG no debatió la secuencia, reiterando que se espera que los tipos de interés permanezcan en su «nivel actual» mucho más allá del horizonte de compras de activos. Con respecto al euro, el Sr. Draghi reiteró lo expuesto en el comunicado, aunque admitió que las previsiones de un mayor crecimiento económico son uno de los motores de la reciente apreciación del euro. En conjunto, mostró menos preocupación de la esperada.

Las previsiones macroeconómicas revisadas del personal del BCE aportaron luz a la visión de la institución acerca de los motores de la reciente apreciación del euro y su efecto sobre el crecimiento económico y a la inflación. El gran impulso que experimentó la economía en el primer semestre del año, respaldado por el fortalecimiento de la demanda interna podría estar en parte detrás de los buenos resultados del euro y de la subida moderada de la inflación subyacente desde el segundo trimestre del año.

El valor del euro incluido en las nuevas previsiones es cerca de un 8% superior al del USD con respecto a las previsiones que publicó el BCE en junio, si bien su efecto en la inflación podría verse compensado en parte por los precios del petróleo que se asumen ahora (cerca del 2%-3% superior en la previsión). No se ha modificado el punto de vista sobre las perspectivas globales. En conjunto, una demanda interna mayor de la prevista hace tres meses junto con la mejora de la demanda mundial y los efectos de un euro más fuerte condujeron a una revisión ligeramente al alza del crecimiento de las previsiones del BCE en 0,3 pp hasta el 2,2% este año, sin cambios con respecto al resto de previsiones (1,8% en 2018 y 1,7% en 2019). En 2017, no se modificaron las previsiones de la

inflación general (1,5%), sino que se revisaron ligeramente a la baja en 0,1 pp para los próximos dos años hasta el 1,2% en 2018 y 1,5% en 2019, ya que los efectos de la apreciación del euro se vieron en parte compensados por el fuerte crecimiento y la subida de los precios del petróleo. La revisión de la inflación es, de alguna forma, menor de la esperada, ya que el crecimiento también se revisó al alza más de lo esperado. Además, el BCE señala efectos más limitados del tipo de cambio, ya que no está impulsado únicamente por factores exógenos, sino también por la solidez de la demanda interna. Las previsiones del BCE también incorporan un traspaso limitado a los componentes básicos, ya que las cifras de la inflación subyacente también se han revisado ligeramente a la baja en 0,1 pp (al 1,3% en 2018 y al 1,5% en 2019).

En general, el BCE sigue confiando en las perspectivas de la inflación, aunque todavía es necesaria una política monetaria acomodaticia, ya que seguirán supervisando la respuesta de las presiones sobre el mercado laboral y su coherencia con la tendencia al alza sostenible de la inflación subyacente. Por último, los riesgos asociados a las perspectivas de crecimiento siguen estando ampliamente equilibrados, aunque la reciente volatilidad del tipo de cambio es una fuente de incertidumbre que hay que supervisar debido sus implicaciones para la estabilidad de los precios.

En resumen, parece que octubre será el mes en el que se desvelarán los detalles con respecto a la retirada gradual del programa de compras de activos. Resulta difícil imaginar que en las próximas semanas se produzca un cambio en las perspectivas de inflación o en las perspectivas globales que pudieran hacerles cambiar de opinión. Esperamos que en enero de 2018 se inicie una reducción del programa de compras de activos. Si bien Draghi no dio ninguna respuesta clara con respecto a la elección de un escenario de retirada concreto, el BCE analizará la fórmula que le conceda mayor flexibilidad, teniendo en cuenta la complejidad del proceso.



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 gris aparece la parte del comunicado que se mantiene sin cambios. En azul y subrayado las novedades de la última reunión y en 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, ~~20 July~~ 7 September 2017**

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 expect them to remain at their present 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 our net asset purchases, at the current monthly pace of €60 billion, are intended to run until the end of December 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. The net purchases are made alongside reinvestments of the principal payments from maturing securities purchased under the asset purchase programme.

~~Our monetary policy measures have continued to secure the very supportive financing conditions that are necessary to make continuous progress towards a sustained convergence of inflation rates to levels below, but close to, 2% over the medium term. The incoming information, including our new staff projections, confirms a continued strengthening of the broadly unchanged medium-term outlook for euro area economic growth and inflation. The economic expansion in the euro area, which has been broadening~~ accelerated more than expected in the first half of 2017, continues to be solid and broad-based across countries and sectors and regions. The risks to ~~At the same time, the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the growth~~ medium-term outlook are broadly balanced. for price stability.

While the ongoing economic expansion provides confidence that inflation will gradually head to levels in line with our inflation aim, it has yet to translate sufficiently into stronger inflation dynamics. ~~Headline inflation is dampened by the weakness in energy prices. Moreover, measures~~ Measures of underlying inflation have ticked up slightly in recent months but, overall, remain overall at subdued levels. Therefore, a very substantial degree of monetary accommodation is still needed for underlying inflation pressures to gradually build up and support headline inflation developments in the medium term. If the outlook becomes less favourable, or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase our asset purchase programme in terms of size and/or duration. This autumn we will decide on the calibration of our policy instruments beyond the end of the year, taking into account the expected path of inflation and the financial conditions needed for a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the economic analysis. Euro area real GDP increased by 0.6%, quarter on quarter, in the ~~first~~ second quarter of 2017, after 0.5% in the ~~last~~ first quarter of 2016. ~~Incoming~~ Survey data, ~~notably survey results, continue to point to solid~~ continued broad-based growth in the period ahead. ~~The pass-through of our~~ Our monetary policy measures ~~is~~ are supporting domestic demand and ~~has~~ have facilitated the deleveraging process. Private consumption is underpinned by employment gains, which are also benefiting from past labour market reforms, and by increasing household wealth. The recovery in investment continues to benefit from very favourable financing conditions and improvements in corporate profitability. ~~Private consumption is supported by employment gains, which are also benefiting from past labour market reforms, and by increasing household wealth. Moreover, the global recovery should increasingly lend support to trade and euro area exports. However, economic growth prospects continue to be dampened by a slow pace of implementation of structural reforms, particularly in product markets, and by remaining balance sheet adjustment needs in a number of sectors, notwithstanding ongoing improvements~~ Moreover, the broad-based global recovery will support euro area exports.

~~The risks~~ This assessment is broadly reflected in the September 2017 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. These projections foresee annual real GDP increasing by 2.2% in 2017, by 1.8% in 2018 and by 1.7% in 2019. Compared with the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised up for 2017, reflecting the recent stronger growth momentum, and is broadly unchanged thereafter.

Risks surrounding the euro area growth outlook ~~are~~ remain broadly balanced. On the one hand, the current positive cyclical momentum increases the chances of a stronger than expected economic upswing. On the other hand, downside risks continue to exist, primarily relating to global factors ~~continue to exist~~ and developments in foreign exchange markets.

Euro area annual HICP inflation was ~~1.3~~5% in June, down slightly from 1.4% in May, mainly due to lower energy price inflation. August. Looking ahead, on the basis of current futures prices for oil, annual rates of headline inflation is are likely to remain around current levels in temporarily decline towards the coming months. turn of the year, mainly reflecting base effects in energy prices. At the same time, measures of underlying inflation ~~remain low and~~ have ticked up moderately in recent months, but have yet to show convincing signs of a pick-up, as domestic sustained upward trend. Domestic cost pressures, including wage growth notably from labour markets, are still subdued. Underlying inflation in the euro area is expected to rise ~~only~~ gradually over the medium term, supported by our monetary policy measures, the continuing economic expansion ~~and~~ the corresponding gradual absorption of economic slack and rising wages.

This assessment is also broadly reflected in the September 2017 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.5% in 2017, 1.2% in 2018 and 1.5% in 2019. Compared with the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for headline HICP inflation has been revised down slightly, mainly reflecting the recent appreciation of the euro exchange rate.

Turning to the monetary analysis, broad money (M3), despite some monthly volatility, continues to expand at a robust pace, with an annual rate of growth of ~~4.5~~0% in May July 2017, after ~~4.9~~5.0% in April June. 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 ~~9.3~~1% in May July 2017, ~~unchanged~~ down from April 9.7% in June.

The recovery in the growth of loans to the private sector observed since the beginning of 2014 is proceeding. The annual growth rate of loans to non-financial corporations ~~remained stable at~~ increased to 2.4% in May July 2017, up from 2.0% in June, while the annual growth rate of loans to households ~~increased to~~ remained stable at 2.6%, from 2.4% in April. The euro area bank lending survey for the second quarter of 2017 indicates that credit standards for loans to enterprises and loans to households for house purchase have further eased and that loan growth continues to be supported by increasing demand. %. The pass-through of the monetary policy measures put in place since June 2014 continues to significantly support borrowing conditions for firms and households, access to financing – notably for small and medium-sized enterprises – and credit flows across the euro area.

To sum up, a cross-check of the outcome of the economic analysis with the signals coming from the monetary analysis confirmed the need for a continued very substantial degree of monetary accommodation to secure a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%.

In order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute decisively to strengthening the longer-term growth potential and reducing vulnerabilities. The implementation of structural reforms needs to be substantially stepped up to increase resilience, reduce structural unemployment and boost euro area growth potential and productivity growth. Regarding fiscal policies, all countries would benefit from intensifying efforts towards achieving a more growth-friendly composition of public finances. A full, transparent and consistent implementation of the Stability and Growth Pact and of the macroeconomic imbalances procedure over time and across countries remains essential to bolster the resilience of the euro area economy. Strengthening Economic and Monetary Union remains a priority. The Governing Council welcomes the ongoing discussions on further enhancing the institutional architecture of our Economic and Monetary Union.

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.