

Observatorio BCE: Otro paso hacia la normalización de la política monetaria, tal como se esperaba

Sonsoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez / María Martínez

9 de marzo de 2018

- **El BCE ha eliminado el sesgo de flexibilización con respecto al programa de compra de activos**
- **Las proyecciones macro se han mantenido casi sin cambios**
- **El proteccionismo (re)emerge como un riesgo a la baja**

En la reunión de política monetaria celebrada ayer no **ha habido cambios en la postura de política monetaria del BCE**, ya que el banco central no modificó los tipos de interés de referencia y reiteró que el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) continuará funcionando a un ritmo mensual de 30.000 millones hasta septiembre o más allá, si es necesario, y en todo caso hasta que el Consejo de Gobierno vea un ajuste sostenido en el camino de la inflación de manera consistente con su objetivo. Sin embargo, **el BCE eliminó el sesgo de flexibilización con respecto al APP**, ya que el banco central eliminó la referencia al aumento del APP en cuenta a volumen y/o duración en caso de necesidad. Esta eliminación es el siguiente paso lógico en el proceso de normalización de la política monetaria, y el BCE actuó como esperábamos.

Las **previsiones macroeconómicas** actualizadas **mostraron cambios menores para las cifras a corto plazo**, pero la mejoría de los datos y la solidez de los factores internos hicieron que el **BCE se mostrara más confiado con la recuperación cíclica en curso**, mientras que **la variación en la trayectoria de convergencia de la inflación se redujo**.

La previsión de crecimiento del PIB se ha revisado ligeramente al alza para 2018 (en 0,1 p.p. hasta el 2,4%) y se ha mantenido sin cambios para 2019 (1,9%) y 2020 (1,7%). Los riesgos que amenazan esta perspectiva **siguen estando ampliamente equilibrados**, ya que el sesgo alcista de una recuperación cíclica interna más fuerte se compensa con los riesgos a la baja a nivel mundial, como el incremento del proteccionismo, un tipo de cambio más alto y condiciones financieras más restrictivas. **Mario Draghi advirtió en particular sobre los riesgos de las medidas comerciales de los Estados Unidos.** Aunque su efecto inmediato no debería ser de calado, las decisiones unilaterales son peligrosas y su impacto final depende de muchos factores, como la represalia de los socios comerciales, la respuesta de los tipos de cambio y la confianza. En este contexto, Draghi también quiso poner sobre la mesa el riesgo de la desregulación financiera.

Las previsiones de inflación se mantuvieron prácticamente sin cambios. La ligera revisión a la baja en 2019 (en -0,1 p.p. hasta el 1,4%) se debe a un euro más fuerte de lo esperado en diciembre en el horizonte de proyección (casi un 6% más) que compensa en buena medida la subida del precio del petróleo (alrededor de un 4% más de media). Sin embargo, **el BCE sigue esperando que la inflación general aumente al 1,7% en 2020 y mantiene sin cambios su pronóstico de una tendencia gradual al alza de la inflación subyacente** (1,1% en 2018, 1,5% en 2019 y 1,8% en 2020). El Consejo de Gobierno no discutió sobre los riesgos de la inflación, pero Draghi subrayó que esta perspectiva sigue condicionada al amplio grado de estímulo monetario, mientras que la incertidumbre en torno al camino del crecimiento potencial -y, por consiguiente, de la holgura de la economía- requiere persistencia y paciencia por parte del BCE.

La principal novedad de la reunión fue la **eliminación de la "referencia explícita" a la posibilidad de aumentar el volumen de su programa de compra de bonos** (una referencia introducida en 2016 cuando la perspectiva económica era muy diferente de la actual). Dicha decisión se tomó por unanimidad y se atribuyó a la actualización más reciente relativa al crecimiento que confirmó la confianza del BCE con respecto a las perspectivas. Asimismo,

Mario Draghi afirmó que **se trataba de una decisión realmente orientada al pasado, mientras que otras referencias a las orientaciones de política monetaria (*forward guidance*) no se modificaron**. En particular, el **BCE mantuvo su expectativa de mantener los tipos en los niveles actuales durante un período prolongado y mucho más allá del final de sus compras de activos netos**, su intención de continuar las **compras de activos hasta septiembre "o más allá" si es necesario y de reinvertir los valores vencidos**. Además, Draghi también enfatizó que la **política monetaria del banco central sigue siendo "reactiva y no proactiva"**.

En conjunto, el mensaje trasladado por el BCE estuvo en línea con nuestras expectativas de cambios graduales en la comunicación, manteniendo eso sí un tono prudente. Con respecto al proceso de normalización, nuestro escenario base se mantiene sin cambios, es decir, finalización del APP durante el 4T18 y aumento de los tipos de interés en 2019 (primera subida de la ventanilla de depósito en marzo y primera subida los tipos de refinanciación en junio). Mientras tanto, **el BCE continuará ajustando sus orientaciones de política monetaria, dando el siguiente paso en junio**.



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 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, ~~25 January~~ 8 March 2018**

Ladies and gentlemen, ~~first of all let me wish you a Happy New Year. The~~ 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 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 ~~new~~ current monthly pace of €30 billion, are intended to run until the end of September 2018, 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. ~~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 the asset purchase programme (APP) in terms of size and/or duration.~~ The Eurosystem will continue to reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the APP asset purchase programme for an extended period of time after the end of its net asset purchases, and in any case for as long as necessary. This will contribute both to favourable liquidity conditions and to an appropriate monetary policy stance.

Incoming information, including our new staff projections, confirms ~~a robust pace of economic expansion~~ the strong and broad-based growth momentum in the euro area economy, which ~~accelerated more~~ is projected to expand in the near term at a somewhat faster pace than previously expected in the second half of 2017. ~~The strong cyclical momentum, the ongoing reduction of economic slack and increasing capacity utilisation strengthen further.~~ This outlook for growth confirms our confidence that inflation will converge towards our inflation aim of below, but close to, 2% over the medium term. At the same time, ~~domestic price pressures~~ measures of underlying inflation remain muted overall subdued and have yet to show convincing signs of a sustained upward trend. ~~Against~~ In this background, ~~the recent volatility~~ context, the Governing Council will continue to monitor developments in the exchange rate ~~represents a source of uncertainty which requires monitoring~~ and financial conditions with regard to ~~the~~ their possible implications for the ~~medium-term~~ inflation outlook ~~for price stability~~. Overall, an ample degree of monetary stimulus remains necessary for underlying inflation pressures to continue to build up and support headline inflation developments over the medium term. This continued monetary support is provided by the net asset purchases, by the sizeable stock of acquired assets and the forthcoming reinvestments, and by our forward guidance on interest rates.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the economic analysis. Real GDP increased by 0.76%, quarter on quarter, in the fourth quarter of 2017, after increasing by 0.7% in the third quarter ~~of 2017, following similar growth in the second quarter.~~ The latest economic data and survey results indicate continued strong and broad-based growth momentum ~~at the turn of the year.~~ Our monetary policy measures, which have facilitated the deleveraging process, continue to underpin domestic demand. Private consumption is supported by rising employment, which is also benefiting from past labour market reforms, and by growing household wealth. Business investment continues to strengthen on the back of very favourable financing conditions, rising corporate profitability and solid demand. Housing investment has improved further over recent quarters. In addition, the broad-based global expansion is providing impetus to euro area exports.

This assessment is broadly reflected in the March 2018 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. These projections foresee annual real GDP increasing by 2.4% in 2018, 1.9% in 2019 and 1.7% in 2020. Compared with the December 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised up for 2018 and remains unchanged for 2019 and 2020.

The risks surrounding the euro area growth outlook are assessed as broadly balanced. On the one hand, the prevailing ~~strong~~ positive cyclical momentum could lead to ~~further positive~~ stronger growth ~~surprises~~ in the near term. On the other hand, downside risks continue to relate primarily to global factors, including rising protectionism and developments in foreign exchange and other financial markets.

Euro ~~According to Eurostat's flash estimate, euro~~ area annual HICP inflation ~~was decreased to~~ 1.42% in December 2017, down ~~February 2018, from 1.53% in November~~ January. This reflected mainly developments ~~negative base effects~~ in energy prices ~~unprocessed food price inflation~~. Looking ahead, on the basis of current futures prices for oil, annual rates of headline inflation are likely to hover around ~~current levels in~~ 1.5% for the coming months. For their part, measures ~~remainder of the year~~. Measures of underlying inflation remain subdued —in part owing to special factors— and have yet to show convincing signs of a sustained upward trend. Yet, looking ~~overall~~. Looking forward, they are expected to rise gradually over the medium term, supported by our monetary policy measures, the continuing economic expansion, the corresponding absorption of economic slack and rising wage growth.

This assessment is also broadly reflected in the March 2018 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.4% in 2018, 1.4% in 2019 and 1.7% in 2020. Compared with the December 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for headline HICP inflation has been revised down slightly for 2019 and remains unchanged for 2018 and 2020.

Turning to the **monetary analysis**, broad money (M3) continues to expand at a robust pace, with an annual rate of growth of 4.9% ~~in November 2017, after 5.0% in October~~ 6% in January 2018, unchanged from the previous month, reflecting the impact of the ECB's monetary policy measures and the low opportunity cost of holding the most liquid deposits. Accordingly, the narrow monetary aggregate M1 ~~continued to be~~ remained the main contributor to broad money growth, ~~expanding~~ continuing to expand at ~~an~~ a solid annual rate ~~of 9.1% in November, after 9.4% in October.~~

The recovery in the growth of loans to the private sector observed since the beginning of 2014 is ~~proceeding~~ progressing. The annual growth rate of loans to non-financial corporations ~~increased~~ strengthened to 3.4% in January 2018, after 3.1% in November December 2017, after 2.9% in October, while the annual growth rate of loans to households ~~stood~~ remained unchanged at 2.8% in November, compared with 2.7% in October. The euro area bank lending survey for the fourth quarter of 2017 indicates ~~that loan growth continues to be supported by increasing demand and a further easing in overall lending conditions.~~

9%. 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 an ample degree of monetary accommodation to secure a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2% over the medium term.

In order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute decisively to ~~strengthening~~ raising the longer-term growth potential and reducing vulnerabilities. The implementation of **structural reforms** in euro area countries needs to be substantially stepped up to increase resilience, reduce structural unemployment and boost euro area productivity and growth potential. Against the background of overall limited implementation of the 2017 country-specific recommendations, as communicated by the European Commission yesterday, greater reform effort is necessary in the euro area countries. Regarding **fiscal policies**, the increasingly solid and broad-based expansion ~~strengthens the case~~ calls for rebuilding fiscal buffers. This is particularly important in countries where government debt remains high. 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 imbalance procedure over time and across countries remains essential to increase the resilience of the euro area economy. Strengthening Deepening Economic and Monetary Union remains a priority. The Governing Council ~~welcomes the ongoing discussions on completing~~ urges specific and decisive steps to complete the banking union and the capital markets union, ~~and on further deepening 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.
