

# El BCE, decidido a actuar después de las vacaciones

Sonsoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez / María Martínez

Julio 2019

- El BCE no modificó los tipos de interés, reintrodujo la posibilidad de pudiesen estar más bajos de los niveles actuales, solicitó investigar la viabilidad de medidas adicionales y, lo que quizá sea más importante, ha puesto sobre la mesa el debate acerca de un enfoque simétrico del objetivo de inflación.
- A Draghi le preocupan tanto la inflación como las perspectivas macroeconómicas del sector manufacturero.
- Es de esperar un cambio en la orientación futura, un descenso en los tipos de interés, junto con un sistema escalonado o de tramos para los saldos depositados en el banco central para mitigar el impacto de los efectos colaterales de los tipos negativos sobre el sector bancario
- Han aumentado las probabilidades de que se amplíe el programa de compra de activos (QE), aunque creemos que aún es pronto para que el BCE la adopte

Después del tono «dovish» que ha mostrado el BCE en los últimos tiempos (en la actitud de Draghi en el foro de Sintra, las reuniones recientes y el discurso de ciertos miembros del consejo), **la pregunta que nos hacíamos de cara a la reunión de política monetaria de julio es con qué alcance el BCE pondría en práctica dicho tono «dovish» o acomodaticio.** Todo invitaba a pensar en un cambio de orientación futura en los tipos de interés dejando caer que pudiesen situarse por debajo de los niveles actuales, al tiempo que modificase la guía sobre cuándo podría subir los tipos de interés, eliminando cualquier referencia a un calendario y dejando claro que las subidas de tipos no se producirán mientras no vuelvan a estar cómodos con la inflación. Así mismo, se esperaban más señales que anticiparan un recorte en el tipo de depósito y la implantación de un sistema de tramos para los saldos depositados en el banco central para mitigar el impacto de los efectos colaterales de los tipos negativos. Los mercados se han mostrado incluso más «dovish», al descontar un recorte en el tipo de depósito a efectos de la fecha actual, con una probabilidad del 50% y con indicios que no dejan mucho lugar para la duda acerca de una mayor expansión cuantitativa (QE).

El BCE ha cumplido con lo que se esperaba en varios de estos puntos: **ha reintroducido en su discurso que la política de tipos de interés se mantendrá en los «niveles actuales o inferiores»**, con lo que ha abierto la puerta a recortes de los tipos en el futuro cercano. Si bien no ha modificado por el momento la orientación futura, Mario Draghi ha esclarecido que la cuestión se abordará llegado septiembre. Cabe añadir que **el BCE ha solicitado a sus empleados que investiguen medidas adicionales de flexibilización**, que es la fórmula que ha empleado siempre que sus acciones han estado al caer. Esta solicitud se enmarca en la cartera de medidas que Draghi presentó en Sintra, en la que se incluían decisiones como **cambiar la orientación futura de los tipos de interés, reducir los tipos de interés al tiempo que se pone en marcha un sistema gradual para paliar los efectos colaterales desfavorables de los tipos negativos y reiniciar el programa de QE.**

A esto se añade que **el BCE ha comenzado a referirse al enfoque «simétrico del objetivo de inflación», que es su forma de introducir un sesgo «dovish» aún más marcado.** Esto indica que, una vez que se alcance el momento especificado, le supondrá menos esfuerzo tolerar los tipos de inflación superiores al 2%.

Cuando se le preguntó acerca de la unanimidad de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, Draghi explicó que, **más que de unanimidad, se trata de «convergencia de perspectivas»**, por lo que todo apunta a que los puntos de vista del grupo difieren en cuanto a algunas de las medidas del paquete.

**En lo que respecta a las perspectivas macroeconómicas**, el presidente del BCE ofreció **señales contradictorias**, que reflejan las diferencias entre el sector manufacturero y los demás. Tampoco pareció muy convencido acerca de las posibilidades de recuperación de la economía de la zona euro durante el segundo semestre del año. «Las perspectivas no hacen sino empeorar y **la situación aún es más grave en los países que dependen en gran medida del sector manufacturero**» (Alemania e Italia). A cambio, se esforzó por transmitir un cariz algo más alentador cuando añadió que se aprecian **indicios de resiliencia en los servicios, el consumo y el mercado laboral**. En conclusión, los riesgos asociados a las perspectivas de crecimiento siguen inclinándose a la baja, pero **Draghi subrayó que la probabilidad de una recesión sigue siendo escasa**.

**En cuanto a las perspectivas de inflación**, Draghi afirmó, siempre que tuvo la ocasión, que el hecho de que se hayan mantenido constantemente por debajo de las previsiones es un dato preocupante (**«no nos gusta»**). Como novedad, mencionó que **las expectativas de inflación son bajas**, no solo en lo que respecta a las medidas basadas en los mercados, sino **según la encuesta a expertos en previsión económica** (Survey of Professional Forecasters), una encuesta que, añadió, es estable desde hace muchos años.

A lo largo de la rueda de prensa, la política fiscal salió a relucir en varias ocasiones. Draghi comentó que **se recurrirá a la política fiscal si la situación se deteriora aún más** tanto en aquellos países que sufren shocks idiosincráticos (sin duda, una referencia a Alemania) como en el grueso de la zona euro.

**A modo de resumen**, se puede afirmar que el comunicado y la posterior rueda de prensa dan pistas claras de las medidas que están por llegar. **Resulta bastante evidente a estas alturas que en breve se decidirá un recorte sobre el tipo de depósito (que pronosticamos para septiembre), acompañado de un sistema de tramos sobre las reervas. También cambiará la orientación futura** (que dejará de estar referenciada a un calendario). **Confiamos todavía en que el QE adicional no se aprobará en septiembre**, dada la falta de unanimidad y la necesidad de conservar **un as bajo la manga** en caso de que sea necesario (durante la rueda de prensa, Draghi reconoció que la efectividad de reanudar el QE es discutible). **Sin embargo, ahora es más probable**.

## POR FAVOR TENGA EN CUENTA: SEGUIMIENTO DE LOS CAMBIOS EN LOS COMUNICADOS



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,

Luis de Guindos, Vice-President of the ECB,

Vilnius, 6 June ~~Frankfurt am Main, 25 July~~ 2019

### INTRODUCTORY STATEMENT

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~I would like to thank Chairman of the Board Vasiliauskas for his kind hospitality and express our special gratitude to his staff for the excellent organisation of~~ We will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council. ~~We will now report on the outcome of our meeting, which was also attended by the Commission Vice-President, Mr Dombrovskis.~~

Based on our regular economic and monetary analyses, we ~~have conducted a thorough assessment of the economic and inflation outlook, also taking into account the latest staff macroeconomic projections for the euro area. As a result, the Governing Council took the following decisions in the pursuit of its price stability objective.~~

~~First, we~~ decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. We ~~now~~ expect them to remain at their present or lower levels at least through the first half of 2020, and in any case for as long as necessary to ensure the continued sustained convergence of inflation to ~~levels that are below, but close to, 2%~~ our aim over the medium term.

~~Second, we~~ We intend to continue reinvesting, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the asset purchase programme for an extended period of time past the date when we start raising the key ECB interest rates, and in any case for as long as necessary to maintain favourable liquidity conditions and an ample degree of monetary accommodation.

~~Third, regarding the modalities of the new series of quarterly targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), we decided that the interest rate in each operation will be set at a level that is 10 basis points above the average rate applied in the Eurosystem's main refinancing operations over the life of the respective TLTRO. For banks whose eligible net lending exceeds a benchmark, the rate applied in TLTRO III will be lower, and can be as low as the average interest rate on the deposit facility prevailing over the life of the operation plus 10 basis points.~~

~~A press release with further details of the terms of TLTRO III will be published at 15:30 CET today.~~

The Governing Council also ~~assessed that, at this point in time, the positive contribution of negative interest rates to~~ the underlined the need for a highly accommodative stance of monetary policy ~~stance and to the sustained convergence of~~ for a prolonged period of time, as inflation ~~is not undermined by possible side effects on bank-based intermediation. However, we will continue to monitor carefully the bank-based transmission channel of monetary policy and the case for mitigating measures.~~

~~Today's monetary policy decisions were taken to provide the monetary accommodation necessary for inflation to remain on a sustained path towards~~ rates, both realised and projected, have been persistently below levels that are ~~below, but close to, 2%~~ ever in line with its aim. ~~Accordingly, if the medium-term. Despite the somewhat better than expected data-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim. It therefore stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation moves towards its aim in a sustained manner.~~

In this context, we have tasked the relevant Eurosystem Committees with examining options, including ways to reinforce our forward guidance on policy rates, mitigating measures, such as the design of a tiered system for the first quarter, the most recent reserve remuneration, and options for the size and composition of potential new net asset purchases.

Incoming information since the last Governing Council meeting in early June indicates that global headwinds, while further employment gains and increasing wages continue to weigh underpin the resilience of the economy, softening global growth dynamics and weak international trade are still weighing on the euro area outlook. Moreover, the prolonged presence of uncertainties, related to geopolitical factors, the rising threat of protectionism, and vulnerabilities in emerging markets, is leaving its mark on dampening economic sentiment.

At the same time, further employment gains in the manufacturing sector. In this environment, inflationary pressures remain muted and increasing wages continue to underpin the resilience indicators of the euro area economy and gradually rising inflation. Today's policy measures expectations have declined. Therefore, a significant degree of monetary stimulus continues to be necessary to ensure that financial conditions will remain very favourable, supporting and supporting the euro area expansion, the ongoing build-up of domestic price pressures and, thus, headline inflation developments over the medium term. Looking ahead, the Governing Council is determined to act in case of adverse contingencies and also stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, to ensure that inflation continues to move towards the Governing Council's inflation aim in a sustained manner.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Euro area real GDP rose by 0.4%, quarter on quarter, in the first quarter of 2019, following an increase of 0.2% in the fourth quarter of 2018. However, incoming economic data and survey information continue to point to somewhat weaker growth in the second and third quarters of this year. This mainly reflects the ongoing weakness in international trade in an environment of prolonged global uncertainties, which are weighing, in particular, on particularly affecting the euro area manufacturing sector. At the same time, activity levels in the euro area services and construction sectors are showing resilience and the labour market is continuing to improve. Looking ahead, the euro area expansion will continue to be supported by favourable financing conditions, further employment gains and rising wages, the mildly expansionary euro area fiscal stance, further employment gains and rising wages, and the ongoing – albeit somewhat slower – growth in global activity.

This assessment is broadly reflected in the June 2019 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area. These projections foresee annual real GDP increasing by 1.2% in 2019, 1.4% in 2020 and 1.4% in 2021. Compared with the March 2019 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised up by 0.1 percentage points for 2019 and has been revised down by 0.2 percentage points for 2020 and by 0.1 percentage points for 2021.

The risks surrounding the euro area growth outlook remain tilted to the downside, on account of reflecting the prolonged presence of uncertainties, related to geopolitical factors, the rising threat of protectionism, and vulnerabilities in emerging markets.

According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was increased to 1.3% in June 2019, from 1.2% in May 2019, after 1.7% in April, reflecting mainly, as higher HICP inflation excluding food and energy more than offset lower energy and services price inflation. On the basis of current futures prices for oil, headline inflation is likely to decline over the coming months, before rising again towards the end of the year. Looking through the recent volatility due to temporary factors, measures of underlying inflation remain generally muted, but indicators of inflation expectations have declined. While labour cost pressures continue to strengthen and broaden amid high levels of capacity utilisation and tightening labour markets, looking ahead, the pass-through of cost pressures to inflation is taking longer than previously anticipated. Over the medium term underlying inflation is expected to increase over the medium term, supported by our monetary policy measures, the ongoing economic expansion and stronger wage growth.

This assessment is also broadly reflected in the June 2019 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.3% in 2019, 1.4% in 2020 and 1.6% in 2021. Compared with the March 2019 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for HICP inflation has been revised up by 0.1 percentage points for 2019 and revised down by 0.1 percentage points for 2020.

Turning to the **monetary analysis**, broad money (M3) growth stood at 4.75% in April 2019, after 4.68% in March. Sustained rates of broad money growth reflect ongoing bank credit creation for the private sector and low opportunity costs of holding M3. The narrow monetary aggregate M1 continues to be the main contributor to broad money growth on the components side.

The annual growth rate of loans to non-financial corporations ~~increased to~~ remained unchanged at 3.98% in April ~~June~~ 2019, Notwithstanding some moderation from ~~3.6%~~ the peak recorded in March. ~~Beyond short-term volatility~~ September 2018, the annual growth rate of loans to non-financial corporations ~~has moderated somewhat in recent months from its peak in September 2018, reflecting the typical lagged reaction to the slowdown in economic growth observed over the course of 2018, continues to be robust~~. The annual growth rate of loans to households ~~stood also~~ remained unchanged at 3.43% in April, compared with ~~3.3% in March~~ June, continuing its gradual improvement. Overall, loan growth is still benefiting from historically low bank lending rates. The euro area bank lending survey for the second quarter of 2019 indicates that loan growth continued to be supported by increasing demand across all loan categories. At the same time, credit standards for loans to enterprises tightened in the second quarter amid concerns about the economic outlook, while they remained broadly unchanged for loans for house purchase.

~~The~~ Our monetary policy measures ~~taken today~~, including the forthcoming new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), will help to safeguard favourable bank lending conditions and will continue to support access to financing, in particular for small and medium-sized enterprises.

To sum up, a **cross-check** of the outcome of the economic analysis with the signals coming from the monetary analysis confirmed that an ample degree of monetary accommodation is still necessary for the continued sustained convergence of inflation to 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 more decisively to 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, reduce structural unemployment and increase resilience. The 2019 country-specific recommendations should serve as the relevant signpost. Regarding **fiscal policies**, the mildly expansionary euro area fiscal stance is providing support to economic activity. At the same time, countries where government debt is high need to continue rebuilding fiscal buffers. All countries should reinforce their efforts to achieve a more growth-friendly composition of public finances. Likewise, the transparent and consistent implementation of the European Union's fiscal and economic governance framework over time and across countries remains essential to bolster the resilience of the euro area economy. Improving the functioning of Economic and Monetary Union remains a priority. The Governing Council welcomes the ongoing work and urges further specific and decisive steps to complete the banking union and the capital markets 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.

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

