

BANCOS CENTRALES

El BCE pondrá en práctica el QE con cierta flexibilidad

Unidad Escenarios Financieros

Con la participación de: Miguel Jiménez y Agustín García

- El programa de compra de bonos soberanos (QE) comenzará la semana próxima
- El BCE ha reiterado que "se pretende" que el programa continúe al menos hasta septiembre de 2016, y "más allá si fuese necesario".
- Las últimas proyecciones macroeconómicas muestran cambios significativos en las perspectivas económicas como resultado de datos mejores a los esperados desde el mes de diciembre (precios del petróleo y tipo de cambio más bajos), pero también de la confianza del BCE en la eficacia de las nuevas medidas

El BCE ha dejado el tipo de interés de referencia sin cambios en el 0,05% en la reunión de política monetaria celebrada ayer. Por lo que respecta a las medidas no convencionales, el banco central ha facilitado más detalles sobre la puesta en marcha del programa de compras de bonos del sector público (PSPP, por sus siglas en inglés) anunciado en la reunión celebrada el 22 de enero. En líneas generales, el programa será flexible en cuanto a su aplicación, con el fin de alcanzar la cifra de 60.000 millones de euros en compras de valores de los sectores público y privado. Esta flexibilidad allana el camino para incrementar del balance del BCE en 1.100 mil millones de euros para el tercer trimestre de 2016, ya que el banco central ha reiterado que "se pretende" que el programa continúe al menos hasta septiembre de 2016, y más allá si fuese necesario. [\(véase\)](#) [\(véase\)](#)

- i) Las compras bajo el PSPP comenzarán el 9 de marzo y el BCE publicará cada semana el valor contable total de los valores comprados. Asimismo, el BCE publicará cada mes "el vencimiento residual medio ponderado por residencia del emisor de sus participaciones en el PSPP, separando las organizaciones internacionales y los bancos multilaterales de desarrollo de los demás emisores."
- ii) En su puesta en práctica, el BCE tiene la intención de ser neutral con respecto al mercado, indicando de forma explícita que su objetivo es interferir lo menos posible en el mecanismo de formación de precios del mercado.
- iii) Como ya había adelantado en su última reunión, el BCE comprará deuda pública con rendimientos negativos, pero en la información facilitada ayer ha añadido que estas compras a rendimientos negativos solo serán admisibles en tanto que el rendimiento no sea inferior al tipo de interés para depósitos del BCE en el momento de la compra (actualmente del -0,2%).
- iv) Las compras se basarán en la clave para la suscripción de capital del BCE, aunque si algún banco central no puede comprar suficientes bonos del Estado para cubrir su cuota en un determinado mes, el BCE permitirá compras sustitutivas con el fin de permitir una puesta en práctica fluida del programa.
- v) Por lo que respecta al desglose de los vencimientos de las compras, en este aspecto el BCE también aplicará una cierta flexibilidad, ya que en principio estará ponderado por las cantidades pendientes nominales (de

2 a 30 años), pero considerando los límites de emisión y de emisores y también las “posibles distorsiones en determinadas divisiones por vida residual.”

- vi) El BCE ha reiterado que comprará en el mercado secundario para evitar infringir el Artículo 23 del Tratado de Maastricht, que prohíbe las compras en el mercado primario (asociadas a la financiación monetaria).

Las nuevas proyecciones macroeconómicas de los economistas del BCE muestran cambios significativos en las perspectivas para los años 2015-2016, como resultado de datos mejores a los esperados desde el mes de diciembre y precios del petróleo y tipo de cambio más bajos (que en parte reflejan el anuncio de la QE realizado en enero). Por primera vez, también presentan previsiones para el año 2017.

Las proyecciones de los economistas del BCE se basan ahora en el supuesto de unos precios del petróleo de alrededor del 30% y el 25% más bajos en 2015 y 2016, respectivamente (a 58,5 y 66,8 dólares el barril, respectivamente, frente a los 85,6 y 88,5 dólares estimados hace tres meses) y de que el euro seguirá depreciado alrededor de un 9% más frente al dólar que en diciembre (1,14 y 1,13 dólares, desde los 1,25 dólares en 2015 y 2016). Así, el crecimiento del PIB se revisa al alza en alrededor de 0,5 puntos porcentuales en 2015 y 2016 hasta el 1,5% y el 1,9%, respectivamente, y se espera que se acelere hasta el 2,1% en 2017. Por lo que respecta a la inflación, las proyecciones se revisan a la baja 0,8 puntos porcentuales en 2015 hasta el 0% (debido a los precios más bajos del petróleo) y ligeramente al alza para 2016 hasta el 1,5%, desde el 1,3%, debido principalmente al efecto de las medidas no convencionales. Las proyecciones contemplan que la inflación vuelva a aumentar en 2017 hasta el 1,8%, cerca, pero por debajo, del objetivo del 2%. Las proyecciones sobre la inflación subyacente permanecen prácticamente sin cambios para los años 2015-2016.

El Sr. Draghi resaltó los efectos positivos de la flexibilización adicional de la política monetaria, reiterando que estas medidas contribuirán “a una vuelta sostenida de la inflación hacia un nivel por debajo, pero cerca, del 2%.” Recalcó que los riesgos para las perspectivas económicas se inclinan a la baja, pero “han disminuido tras las recientes decisiones en materia de política monetaria y la caída de los precios del petróleo”, y también señaló la mayor incertidumbre acerca de las cifras para el año 2017, que están supeditadas a la plena implantación de las medidas del BCE. El BCE seguirá observando el impacto de todos estos factores en el comportamiento de los precios, así como la evolución de los acontecimientos geopolíticos.

Buena parte del turno de preguntas estuvo dominada por Grecia. El Sr. Draghi resaltó el compromiso del banco central de apoyar a Grecia. Sin embargo, para restaurar la exención para volver a admitir bonos griegos como colateral para operaciones monetarias, el país antes debe finalizar con éxito el examen. En respuesta a una pregunta sobre la posibilidad de elevar el límite de la emisión de letras del Tesoro por parte de Grecia, repitió que el BCE no puede financiar a los gobiernos directa o indirectamente. Asimismo, añadió que “el BCE es una institución basada en normas. No es una institución política.” En relación con el fondo de liquidez de emergencia (ELA, por sus siglas en inglés) para los bancos griegos, que hasta esta semana ascendía a 68.300 millones de euros, el Sr. Draghi manifestó que el BCE había decidido aumentar estos fondos en 500 millones de euros adicionales.

Resumiendo, el BCE volvió a reforzar su intención de llevar a cabo un programa ampliado de compra de activos al menos hasta septiembre de 2016, aportando cierta flexibilidad para alcanzar su objetivo. Las nuevas proyecciones y la evaluación de riesgos están en línea con las contempladas en nuestro escenario. El repunte de la inflación en 2016 es algo más rápido de lo que habíamos esperado, aunque con un margen de error razonable y acorde con el supuesto del BCE respecto al QE.



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,
~~Frankfurt am Main, 22 January~~Nicosia, 5 March 2015

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~Let me wish you all a Happy New Year., here, in Nicosia.~~ I would ~~also~~ like to ~~take this opportunity~~ thank Governor Georghadji for her kind hospitality and to welcome Lithuania as ~~express our special gratitude to her staff for the nineteenth country to adopt the euro as its currency. Accordingly, Mr Vasiliauskas, the Chairman~~ excellent organisation of the ~~Board of Lietuvos bankas, became a member~~ today's meeting of the Governing Council.

~~Based on 1 January 2015. The accession of Lithuania~~ our regular economic and monetary analyses, and in line with our forward guidance, we decided to the euro area on 1 January 2015 triggered a system under which NCB governors take turns holding voting rights on the Governing Council. ~~The details on this rotation system are available on the ECB's website.~~ keep the key ECB interest rates unchanged. As regards non-standard monetary policy measures, the focus is now on implementation.

~~Following up on our decisions of 22 January 2015, we will, on 9 March 2015, start purchasing euro-denominated public sector securities in the secondary market. 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 conducted a thorough reassessment of the outlook for price developments and of the monetary stimulus achieved. As a result, the Governing Council took the following decisions:~~

~~First, it decided to launch an expanded asset purchase programme, encompassing the existing purchase programmes for also continue purchasing asset-backed securities and covered bonds. Under this expanded programme, which we started last year. As previously stated, the combined monthly purchases of public and private sector securities will amount to €60 billion. They are intended to be carried out until the end of September 2016 and will, in any case, be conducted until we see a sustained adjustment in the path of inflation which is consistent with our aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. In March 2015 the Eurosystem will start to purchase euro-denominated investment-grade securities issued by euro area governments and agencies and European institutions in the secondary market. The purchases of securities issued by euro area governments and agencies will be based on the Eurosystem NCBs' shares in~~ Further information on certain implementation aspects of the public sector purchase programme will be released at 3.30 p.m. CET on the ECB's capital key. Some additional eligibility criteria will be applied in the case of countries under an EU/IMF adjustment programme website.

~~Looking ahead, today's~~ We have already seen a significant number of positive effects from these monetary policy decisions. Financial market conditions and the cost of external finance for the private economy have eased further, also following our previous monetary policy measures. In particular, borrowing conditions for firms and households have improved considerably. Moreover, money and credit dynamics have been firming.

~~The substantial additional easing of our monetary policy stance supports and reinforces the emergence of more favourable developments for the euro area economy. In an environment of improving business and consumer sentiment, the transmission of our measures to the real economy will strengthen, contributing to a further improvement in the outlook for economic growth and a reduction in economic slack. Thereby, our measures will decisively contribute to a sustained return of inflation towards a level below, but close to, 2% over the medium term and underpin the firm anchoring of medium to long-term inflation expectations. The sizeable increase in our balance sheet will further ease~~

~~Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the economic analysis. According to Eurostat's flash estimate, real GDP in the euro area rose by 0.3%, quarter on quarter, in the last quarter of 2014, which was somewhat~~

~~higher than previously expected. The latest economic data and, particularly, survey evidence available up to February point to some further improvements in economic activity at the beginning of this year. Looking ahead, we expect the economic recovery to broaden and strengthen gradually. The low level of the monetary policy stance. In particular, financing conditions for firms and households in the euro area will continue to improve. Moreover, today's decisions will support our forward guidance on the key ECB interest rates and reinforce the fact that there are significant and increasing differences in the monetary policy cycle between major advanced economies. Taken together, these factors price of oil should strengthen demand, increase capacity utilisation and support money and credit growth, and thereby contribute to a return of inflation rates towards 2%.~~

~~Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the economic analysis. Real GDP in the euro area rose by 0.2%, quarter on quarter, in the third quarter of 2014. The latest data and survey evidence point to continued moderate growth at the turn of the year. Looking ahead, recent declines in oil prices have strengthened the basis for the economic recovery to gain momentum. Lower oil prices should support households' real disposable income and corporate profitability. Domestic demand should also be further supported by our monetary policy measures, the leading to ongoing improvements in financial conditions and, as well as by the progress made in fiscal consolidation and structural reforms. Furthermore, demand for euro area exports should benefit from improvements in price competitiveness and from the global recovery. However, the euro area recovery is likely to continue to be dampened by high unemployment, sizeable unutilised capacity, and the necessary balance sheet adjustments in the public and private various sectors and the rather slow pace of implementation of structural reforms.~~

~~The risks surrounding the economic outlook for the euro area remain on the downside, but should have diminished after today's monetary policy decisions and the continued fall in oil prices over recent weeks.~~

~~According to Eurostat, euro area annual HICP inflation was -0.2% in December 2014, after 0.3% in November. This decline mainly reflects a sharp fall in energy price inflation and, to a lesser extent, a decline in the annual rate of change in food prices. This assessment is also broadly reflected in the March 2015 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP increasing by 1.5% in 2015, 1.9% in 2016 and 2.1% in 2017. Compared with the December 2014 Eurosystem staff macroeconomic projections, the projections for real GDP growth in 2015 and 2016 have been revised upwards, reflecting the favourable impact of lower oil prices, the weaker effective exchange rate of the euro and the impact of the ECB's recent monetary policy measures.~~

~~The risks surrounding the economic outlook for the euro area remain on the downside but have diminished following recent monetary policy decisions and the fall in oil prices.~~

~~According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was -0.3 % in February 2015, after -0.6% in January. The negative outcomes largely reflect the impact of the significant fall in oil prices since July 2014. On the basis of current information and prevailing futures prices for oil, annual HICP inflation is expected to remain very low or negative in the months ahead. Such low inflation rates are unavoidable in the short term, given the Supported by the favourable impact of our recent very sharp fall in oil prices and assuming that no significant correction will take place in the next few months. Supported by our monetary policy measures, on aggregate demand, the impact of the expected recovery in demand lower euro exchange rate and the assumption of a gradual increase in somewhat higher oil prices in the period years ahead, inflation rates are expected to increase start increasing gradually later in 2015 and in 2016.~~

~~This assessment is also broadly reflected in the March 2015 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 0.0% in 2015, 1.5% in 2016 and 1.8% in 2017. In comparison with the December 2014 Eurosystem staff macroeconomic projections, the inflation projection for 2015 has been revised downwards, mainly reflecting the fall in oil prices. In contrast, the inflation projection for 2016 has been revised slightly upwards, also reflecting the expected impact of our recent monetary policy measures.~~

~~The Governing Council will continue to closely monitor the risks to the outlook for price developments over the medium term. In this context, we will focus in particular on the pass-through of our monetary policy measures, geopolitical developments, and exchange rate and energy price developments, and the pass-through of our monetary policy measures.~~

~~Turning to the monetary analysis, recent data indicate a pick-up in underlying growth in broad money (M3), although it remains at low levels. The annual growth rate of M3 increased to 3.1% in November 2014, up from 2.5% in October and a trough of 0.8% in April 2014. When discussing the economic outlook and the new projections, the Governing Council acknowledged that the staff projections are conditional on the full implementation of all our policy measures. Moreover, the March staff projections extend the horizon to 2017. In this context, the Governing Council again stressed that the degree of forecast uncertainty tends to increase with the length of the projection horizon.~~

Turning to the monetary analysis, recent data confirm the gradual increase in underlying growth in broad money (M3). The annual growth rate of M3 increased to 4.1% in January 2015, up from 3.8% in December 2014. Annual growth in M3 continues to be supported by its most liquid components, with the narrow monetary aggregate M1 growing at an annual rate of 6.9.0% in November/January.

The annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) ~~remained weak at -1.3% in November 2014, compared with -1.6% in October, while January 2015, after -1.1% in December 2014,~~ continuing its gradual recovery from a trough of -3.2% in February 2014. ~~On average over recent months, net redemptions have moderated from the historically high levels recorded a year ago and net lending flows turned slightly positive in November. In this respect, the January 2015 bank lending survey indicates a further net easing of credit standards in the fourth quarter of 2014, with cross-country disparities decreasing in parallel with an increase in net demand for~~ The three-month cumulated net lending flows were positive in January for the second consecutive month, compared with sizeable net redemptions still recorded a year ago. Despite these improvements, the dynamics of loans across all loan categories. Banks expect that these dynamics will continue in early 2015. Despite these improvements, lending to non-financial corporations remains weak/remain subdued and continues to reflect the lagged relationship with the business cycle, credit risk, credit supply factors and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets. The annual growth rate of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) ~~was increased further to 0.79% in November/January 2015, after 0.68% in October/December 2014.~~ Our recent monetary policy measures should support a further improvement in credit flows.

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 further monetary policy accommodation. All~~ confirms the appropriateness of the Governing Council's recent decisions. The determined implementation of all our monetary policy measures ~~should will~~ provide support to the euro area recovery and bring inflation rates ~~closer to~~ towards levels below, but close to, 2%% in the medium term.

Monetary policy is focused on maintaining price stability over the medium term and its accommodative stance contributes to supporting economic activity. However, in order to ~~increase investment activity, boost job creation and raise productivity growth~~ reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas need to contribute decisively. Given high structural unemployment and low potential output growth in the euro area, a cyclical recovery along the lines of the March ECB staff projections is no grounds for complacency. In particular, in order to increase investment, boost job creation and raise productivity, both the ~~determined~~ decisive implementation of **product and labour market reforms as well as** and actions to improve the business environment for firms needs to gain momentum in several countries. It is crucial that structural reforms be implemented swiftly, credibly and effectively, as this will not only increase the future sustainable growth of the euro area, but ~~will~~ also raise expectations of higher incomes and encourage firms to increase investment today ~~and bring, bringing~~ forward the economic recovery. **Fiscal policies** should support the economic recovery, while ~~ensuring debt sustainability~~ remaining in compliance with the Stability and Growth Pact, ~~which remains.~~ Full and consistent implementation of the anchor **Stability and Growth Pact is key** for confidence. ~~All countries should use the available scope for a more growth-friendly composition of fiscal policies in our fiscal framework. In view of the necessity to step up structural reform efforts in a number of countries, it is also important that the macroeconomic imbalance procedure is implemented effectively in order to address the excessive imbalances as identified in individual Member States.~~

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.