

## BANCOS CENTRALES

# El BCE actúa a pesar de que los cambios en las previsiones son marginales

Soncoles Castillo / Agustín García / Miguel Jiménez / María Martínez

- El BCE ha recortado el tipo de la facilidad de depósito al mínimo histórico del -0,3%, ha extendido el APP por seis meses y ha reafirmado su *forward guidance*, incluida la reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el APP.
- Los economistas del BCE solo han revisado sus previsiones ligeramente a la baja, lo que no justifica precisamente las decisiones que se han tomado en esta reunión.
- Los mercados han reaccionado con decepción, pues esperaban medidas adicionales.

Tal como se esperaba, el BCE ha actuado. En cuanto a las medidas no convencionales, el Banco Central ha decidido en esta reunión: i) recortar el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta -0,30%, un mínimo histórico, ii) extender el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) hasta marzo de 2017 como mínimo, iii) ampliar el rango de activos comprados (gobiernos regionales y locales), y en un esfuerzo por reafirmar su *forward guidance*, iv) reinvertir el principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que vayan y durante el tiempo que sea necesario y, por último v) extender el procedimiento de subasta a tipo fijo con cobertura total (FRFA, por sus siglas en inglés) al menos hasta finales de 2017. Draghi ha dicho que la decisión de hoy no ha sido unánime, lo que parece lógico teniendo en cuenta que el cambio de las perspectivas económicas desde el verano ha sido marginal, como probablemente habrán argumentado algunos miembros del Consejo de Gobierno (CG). Pero ha destacado que la gran mayoría sí estaba a favor del paquete de medidas. El tono se ha mantenido moderado; la tendencia a la flexibilización se ha mantenido mientras el Banco Central reiteraba su disposición a tomar nuevas medidas si es necesario. En cuanto a las perspectivas de inflación, persisten los riesgos a la baja y el CG seguirá vigilando de cerca la evolución de las tasas de inflación. Los riesgos sobre las perspectivas económicas están relacionados en concreto con las incertidumbres acerca de la economía mundial, así como con riesgos geopolíticos más generalizados.

En la rueda de prensa, la atención se centró en las nuevas medidas anunciadas. El Banco Central ha decidido:

- **Recortar el tipo de interés de la facilidad de depósito.** El CG ha recortado el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta el mínimo histórico del -0,30%. El CG ha mantenido tanto el tipo de refinanciación principal en el 0,05% como el tipo de interés para préstamos marginal en el 0,30%, por lo que ha quedado asimétrica la banda de fluctuación de los tipos de interés. Los mercados habían dado por descontado un recorte mayor. Draghi ha dicho que el recorte del tipo de interés para depósitos "mejora infinitamente la transmisión de la política" y ha explicado que el Banco Central había dejado el MRO (el tipo de refinanciación principal) sin cambios debido a que los tipos del mercado siguen el tipo de interés de la facilidad de depósito. Se ha negado a confirmar si el tipo de interés de esta facilidad está en el límite inferior (ha mencionado que era "adecuado").

- **Extender el programa de compra de activos.** El CG ha decidido extender el programa de compra de activos hasta finales de marzo de 2017 (seis meses más) o más, si es necesario, al ritmo mensual actual de 60.000 millones de EUR (que se mantiene invariable, en contra de las expectativas de algunos analistas y de los participantes del mercado). El Banco Central ha dejado claro que esta extensión estará condicionada, en cualquier caso, hasta que haya un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación consistente con el objetivo de alcanzar tasas de inflación por debajo pero próximas al 2% a medio plazo.
- **Extender el rango de activos comprados bajo el programa de compra de activos.** El Banco Central ha decidido incluir los instrumentos de deuda negociables denominados en euros emitidos por los gobiernos regionales y locales de la zona euro.
- **Reafirmar su *forward guidance* mediante:**
  - **La reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que vayan y durante el tiempo que sea necesario.** Draghi ha subrayado que esta "es una medida muy importante", cuyo objetivo es mantener el nivel de flexibilidad monetaria y condiciones favorables para la liquidez durante un periodo de tiempo prolongado. También ha añadido que "los detalles técnicos se comunicarán a su debido tiempo".
  - **Extender el FRFA.** El BCE ha decidido seguir "llevando a cabo las operaciones de refinanciación principales y las operaciones de refinanciación a largo plazo y a tres meses como procedimiento de subasta a un tipo de interés fijo con cobertura total durante tanto tiempo como sea necesario, y al menos hasta el final del último periodo de mantenimiento de reservas de 2017".

Draghi ha dejado claro que estas modificaciones del programa (la extensión del horizonte, la reinversión del principal que vence y la ampliación de los activos comprados) será suficiente para lograr el objetivo del BCE, pero ha hecho hincapié en que el programa actual es flexible y siempre puede ajustarse. A este respecto, ha dicho que los parámetros técnicos del programa se revisarán de nuevo en la primavera del próximo año.

Al responder a la pregunta de por qué el Banco Central no hacía algo más (los mercados esperaban más medidas) y si las medidas actuales no habían sido suficientes para lograr el objetivo de estabilidad de precios, Draghi aprovechó la oportunidad para defender las medidas adoptadas en esta reunión, diciendo que el CG "desea consolidar lo que ha sido un éxito".

Las previsiones de sus economistas se han mantenido sin apenas cambios en diciembre y no justifican precisamente las decisiones que se han tomado en esta reunión. Las nuevas medidas obedecen más a la reacción a los factores externos experimentados a mediados del año, que podrían dificultar el objetivo de inflación del BCE con unos precios del petróleo más bajos y un euro más apreciado.

En cuanto a la actividad, la demanda interna más fuerte (apoyada por la política monetaria acomodaticia, cierta flexibilización fiscal y precios del petróleo bajos), contrarresta la debilidad de la demanda externa que ahora se prevé. Como resultado de ello, se prevé que el PIB crezca un 1,5% en 2015, un 1,7% en 2016 y un 1,9% en 2017 (lo que supone una revisión al alza de +0,1 pp tanto en 2015 como en 2017 en comparación con las previsiones de septiembre). Los riesgos a la baja están relacionados con las incertidumbres acerca de la evolución de la economía mundial, junto con riesgos geopolíticos más generalizados que podrían terminar por pesar más en la confianza.

En lo que respecta a los precios, la inflación se ha revisado ligeramente a la baja, 0,1 pp tanto en 2016 como en 2017, hasta situarse en el 1% y el 1,6% respectivamente, después del invariable 0,1% que se

prevé para este año, lo que refleja principalmente los precios del petróleo más bajos. En concreto, los futuros de los precios del petróleo incluidos en estas previsiones están en torno a un 7% más bajos en 2016 y un 6% en 2017, mientras que se parte del supuesto de que el tipo de cambio solo variará ligeramente a la baja. A pesar de las bajas cifras del precio del petróleo, la inflación debería repuntar a partir del próximo mes, debido al efecto base de los precios de la energía después de las fuertes caídas registradas un año antes. Se prevé que la inflación subyacente, sin cambios desde hace tres meses, solo aumentará de forma gradual en el horizonte previsible (0,9% en 2015, 1,3% en 2016 y 1,6% en 2017). Sin embargo, Draghi ha justificado las medidas tomadas subrayando que los riesgos siguen inclinados a la baja y que estas previsiones de inflación un poco más bajas siguen las revisiones a la baja de ejercicios anteriores. Draghi también ha mencionado que las medidas no convencionales funcionan. Se prevé un impacto positivo de aproximadamente +0,5 pp en las cifras de inflación en 2016 y +0,3 pp en 2017, y de 1 pp en el PIB en el periodo 2015-17. Pero los factores externos desde mitad del año han puesto en peligro la convergencia de la inflación con el objetivo y estas medidas deberían compensar estos riesgos.

El BCE inició 2015 embarcándose en un programa de compra de bonos del gobierno mayor de lo previsto con el objetivo de luchar contra el empeoramiento de las expectativas de inflación, y cierra el año anunciando nuevas medidas. Pero el limitado cambio en las previsiones confirma nuestra visión de que las perspectivas actuales no requieren medidas de política monetaria más contundentes.

**Reacción de los mercados<sup>1</sup>:** Aunque al final el BCE ha tomado nuevas medidas de flexibilización, como había anunciado previamente en la reunión de octubre, la primera reacción de los mercados tras la reunión del BCE indica que esperaban más medidas o más contundentes de las anunciadas. En cuanto a los mercados de bonos, el bono a 2 años alemán se ha disparado (+14 pb), mientras que las rentabilidades de los países periféricos también han dado un salto debido a que el BCE no ha aumentado la compra mensual de bonos soberanos (España: +24 pb, Italia: +24 pb, Portugal: +22 pb, Grecia: +29 pb), lo que aumenta las primas de riesgo de los países periféricos. Además, en el mercado de divisas también se ha reflejado la decepción de los mercados financieros con las medias que ha adoptado hoy el BCE. El euro se ha apreciado abruptamente frente a las principales divisas, en especial frente al USD (EUR: +2,72%). Los mercados bursátiles han caído con fuerza de forma generalizada, sobre todo en Europa. Los sectores que más dependen del euro (el sector industrial y el sector de exportación) han sido los más castigados tras la abrupta apreciación del euro (Euro Stoxx: +3,0%, IBEX 35: -1,9%, CAC: -3,0%, DAX: -2,9%, S&P 500: -0,1%).

---

<sup>1</sup> Actualizado a las 17.30 CET del 03 de diciembre de 2015

**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,**

**Malta, 22 October** Frankfurt am Main, 3 December 2015

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~I would like to thank Governor Bonnici 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, ~~and in line with our forward guidance, the Governing Council decided to keep the key ECB interest rates unchanged. As regards non-standard monetary policy measures, the asset purchases are proceeding smoothly and continue to have~~ we today conducted a favourable impact on the cost and availability thorough assessment of credit for firms and households.

~~The Governing Council has been closely monitoring incoming information since our meeting in early September. While euro area domestic demand remains resilient, concerns over growth prospects in emerging markets and possible repercussions for the economy from developments in financial and commodity markets continue to signal downside risks to the outlook for growth and inflation. Most notably, the strength and persistence of the factors that are currently slowing the return of inflation to levels below, but close to, 2% in the medium term~~ require thorough analysis. In this context, and re-examined the degree of monetary ~~policy~~ policy accommodation. As a result, the Governing Council took the following decisions in the pursuit of its price stability objective:

First, as regards the key ECB interest rates, we decided to lower the interest rate on the deposit facility by 10 basis points to -0.30%. The interest rate on the main refinancing operations and the rate on the marginal lending facility will ~~need to be re-examined~~ remain unchanged at their current levels of 0.05% and 0.30% respectively.

Second, as regards non-standard monetary policy measures, we decided to extend the asset purchase programme (APP). The monthly purchases of €60 billion under the APP are now 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 aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

Third, we decided to **reinvest the principal payments** on the securities purchased under the APP as they mature, for as long as necessary. This will contribute both to favourable liquidity conditions and to an appropriate monetary policy stance. The technical details will be communicated in due time.

Fourth, we decided to include, in the public sector purchase programme, **euro-denominated marketable debt instruments issued by regional and local governments located in the euro area** in the list of assets that are eligible for regular purchases by the respective national central banks.

Fifth, we decided to continue conducting the main refinancing operations and three-month longer-term refinancing operations as **fixed rate tender procedures with full allotment** for as long as necessary, and at least until the end of the last reserve maintenance period of 2017.

Today's decisions were taken in order to secure a return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2% and thereby to anchor medium-term inflation expectations. The latest staff projections incorporate the favourable financial market developments following our ~~December~~last monetary policy meeting, ~~when the~~. They still indicate continued downside risks to the inflation outlook and slightly weaker inflation dynamics than previously expected. This follows downward revisions in earlier projection exercises. The persistence of low inflation rates reflects sizeable economic slack weighing on domestic price pressures and headwinds from the external environment.

Our new ~~Eurosystem staff macroeconomic projections will be available. The Governing Council~~ measures will ensure accommodative financial conditions and further strengthen the substantial easing impact of the measures taken since June 2014, which have had significant positive effects on financing conditions, credit and the real economy. Today's decisions also reinforce the momentum of the euro area's economic recovery and strengthen its resilience against recent global economic shocks. The Governing Council will closely monitor the evolution in the outlook for price stability and, if warranted, is willing and able to act by using all the instruments available within its mandate ~~if warranted~~ in order to maintain an appropriate degree of monetary accommodation. In particular, the Governing Council recalls that the ~~asset purchase programme~~APP provides sufficient flexibility in terms of adjusting its size, composition and duration. ~~In the meantime, we will continue to fully implement the monthly asset purchases of €60 billion. These purchases are intended to run until the end of September 2016, or beyond, if necessary, and, in any case, until we see a sustained adjustment in the path of inflation that is consistent with our aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.~~

Let me now explain our assessment ~~of the available information~~ in greater detail, starting with the **economic analysis**. Euro area real GDP increased by 0.43%, quarter on quarter, in the ~~second~~third quarter of 2015, following a rise of 0.54% in the previous quarter. ~~The outcome for the second quarter reflected, most likely on account of a continued~~ positive ~~contributions~~contribution from ~~both domestic demand~~consumption alongside more muted developments in investment and net-exports. The most recent survey indicators point to ~~a broadly similar pace of~~ongoing real GDP growth in the ~~third~~final quarter of the year. ~~Overall~~Looking ahead, we expect the economic recovery to ~~continue, albeit dampened, in particular, by weaker than~~

~~expected foreign demand~~ proceed. Domestic demand should be further supported by our monetary policy measures and their favourable impact on financial conditions, as well as by the earlier progress made with fiscal consolidation and structural reforms. Moreover, ~~the decline in~~ low oil prices should provide support for households' real disposable income and corporate profitability and, therefore, private consumption and investment. In addition, government expenditure is likely to increase in some parts of the euro area, reflecting measures in support of refugees. However, the economic recovery in ~~domestic demand in~~ the euro area continues to be ~~hampere~~dampened by subdued growth prospects in emerging markets and moderate global trade, the necessary balance sheet adjustments in a number of sectors and the sluggish pace of implementation of structural reforms.

This outlook is broadly reflected in the December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP increasing by 1.5% in 2015, 1.7% in 2016 and 1.9% in 2017. Compared with the September 2015 ECB staff macroeconomic projections, the prospects for real GDP growth are broadly unchanged.

The risks to the euro area growth outlook ~~remain on the downside, reflecting~~ relate in particular to the heightened uncertainties regarding developments in ~~emerging market economies, which~~ the global economy as well as to broader geopolitical risks. These risks have the potential to ~~further~~ weigh on global growth and foreign demand for euro area exports. ~~Increased uncertainty has recently manifested itself in financial market developments, which may have negative repercussions for euro area domestic demand~~ and on confidence more widely.

According to Eurostat Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was -0.1% in ~~September~~ November 2015, ~~down~~ unchanged from 0.1% in August. ~~Compared with the previous month, this mainly reflects a further decline in energy price inflation.~~ October but lower than expected. This reflected somewhat weaker price increases in services and industrial goods, mainly compensated for by a less negative contribution from energy prices. On the basis of the information available and current oil futures prices, annual HICP inflation rates ~~will remain very low in the near term. Annual HICP inflation is~~ are expected to rise at the turn of the year, ~~also~~ mainly on account of base effects associated with the fall in oil prices in late 2014. Inflation ~~During 2016 and 2017, inflation~~ rates are foreseen to pick up further ~~during 2016 and 2017~~, supported by our previous monetary policy measures – and supplemented by those announced today – the expected economic recovery, and the pass-through of past declines in the euro exchange rate ~~and the assumption of somewhat higher oil prices in the years ahead as currently reflected in oil futures markets. However, there are risks stemming from the economic outlook and from financial and commodity market developments which could further slow down the gradual increase in inflation rates towards levels closer to 2%. These risks are being closely monitored by the .~~ The Governing Council will closely monitor the evolution of inflation rates over the period ahead.

This broad pattern is also reflected in the December 2015 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 0.1% in 2015, 1.0% in 2016 and 1.6% in 2017. In



[comparison with the September 2015 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for HICP inflation has been revised down slightly.](#)

Turning to the **monetary analysis**, recent data confirm solid growth in broad money (M3), ~~notwithstanding a decline in~~with the annual ~~growth~~ rate of ~~growth of~~ M3 ~~to 4.8% in August 2015 from~~increasing to 5.3% in ~~July~~October 2015 from 4.9% in September. Annual growth in M3 continues to be mainly supported by its most liquid components, with the narrow monetary aggregate M1 growing at an annual rate of 11.48% in ~~August~~October, after ~~12.2~~11.7% in ~~July~~September.

Loan dynamics continued ~~to improve~~the path of gradual recovery observed since the beginning of 2014. The annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) increased to 0.46% in ~~August~~October, up from 0.31% in ~~July, pursuing its gradual recovery since the beginning of 2014~~September. Despite these improvements, developments in loans to enterprises continue 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) increased to 1.02% in ~~August 2015~~October, compared with 0.91.1% in July. ~~The euro area bank lending survey for the third quarter of 2015 confirms the increase in demand for bank loans, supported by the general level of interest rates, financing needs for investment purposes and housing market prospects. In addition, credit standards eased further on loans to enterprises, notably due to increasing competitive pressures in retail banking, while tightening somewhat on loans to households for house purchase.~~September. Overall, the monetary policy measures ~~we have put~~in place since June 2014 ~~provide clear support for improvements both in~~have clearly improved borrowing conditions for ~~both~~ firms and households and ~~in~~ 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 ~~indicates the need to firmly implement the Governing Council's monetary policy decisions and to monitor closely all relevant incoming information as concerns their impact on the medium-term outlook for price stability.~~confirmed the need for further monetary stimulus in order to secure a return of inflation rates [towards levels that are below, but close to, 2%.](#)

Monetary policy is focused on maintaining price stability over the medium term and its accommodative stance supports economic activity. However, in order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute decisively. Given continued high structural unemployment and low potential output growth in the euro area, the ongoing cyclical recovery should be supported by effective-structural policies. In particular, actions to improve the business environment, including the provision of an adequate public infrastructure, are vital to increase productive investment, boost job creation and raise productivity. The swift and effective implementation of ~~—~~**structural reforms**, in an environment of accommodative monetary policy, will not only lead to higher sustainable economic growth in the euro area but will also raise expectations of permanently higher incomes and accelerate the ~~benefits~~beneficial effects of reforms, thereby making the euro area more resilient to global shocks. **Fiscal policies** should support the economic recovery, while remaining in compliance with the ~~EU's~~fiscal rules [of the European Union](#). Full and consistent implementation of the Stability and Growth Pact is crucial for confidence in our 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.