

Observatorio BCE: Primer ajuste en la orientación futura de la política monetaria

Agustín García / María Martínez

Jueves, 08 de junio de 2017

- **El BCE elimina el sesgo a la baja sobre los tipos de interés**
- **Las proyecciones de crecimiento son más positivas, mientras que la perspectiva de inflación se mantiene sin cambios a pesar del recorte en las previsiones de inflación subyacente**
- **Esperamos que en septiembre el BCE abra la puerta a una reducción de estímulos durante el próximo año**

Tal y como se esperaba, 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 confirmó 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. Con todo, el BCE adoptó un sesgo neutral sobre los tipos de interés, ya que ahora se espera que "se mantengan en sus niveles actuales durante un amplio período", en lugar de "en sus niveles actuales o más bajos". Sin embargo, el posicionamiento acomodaticia se mantiene, ya que el BCE está dispuesto a ampliar sus compras en cuantía y/o duración si hiciera falta.

La recuperación cíclica más sólida de lo esperado se refleja en la revisión al alza en 0,1 p.p. durante el horizonte de previsión de la proyección sobre crecimiento del PIB efectuada por el personal del BCE, que pasa así al 1,9% en 2017, al 1,8% en 2018 y al 1,7% en 2019. Además de los sólidos factores internos y de las políticas favorables al crecimiento, la recuperación mundial ofrece cada vez mayor soporte a la actividad. El BCE considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están ahora equilibrados en su conjunto. Por el contrario, las proyecciones para la inflación general se revisaron a la baja en 0,2 p.p. hasta el 1,5% en 2017, en 0,3 p.p. hasta el 1,3% en 2018 y en 0,1 p.p. hasta el 1,6% en 2019. Los catalizadores de esta revisión son la bajada del precio de los futuros del Brent (en torno a un 9% en el horizonte de previsión) y un euro más revalorizado (alrededor de un 2% en 2018-19). Aún más importante, las previsiones para la inflación subyacente apenas han variado (1,1% en 2017, 1,4% en 2018 y 1,7% en 2019), por lo que en términos generales la evaluación del BCE sobre la inflación no ha sufrido cambios. Según el Sr. Draghi, existen razones estructurales (sobre todo en el mercado laboral) que están frenando la transformación de la expansión económica en una dinámica de inflación más acentuada, pero el BCE sigue confiando en que una vez que el riesgo de suceso extremo que constituye la deflación desaparezca, se producirá la recuperación gradual prevista de la inflación subyacente a lo largo del horizonte de previsión.

La principal novedad que deparó la reunión fue la eliminación del sesgo a la baja sobre los tipos de interés, lo que el Sr. Draghi atribuyó a la desaparición del riesgo de deflación. "Los riesgos de deflación han desaparecido definitivamente." Preguntado sobre la unanimidad de esta decisión, el Sr. Draghi ofreció la siguiente aclaración: "No hicimos una votación, pero no escuché voz discrepante alguna por parte de ningún miembro del Consejo de Gobierno." No obstante, subrayó que el BCE debe ser persistente y contribuir a que la economía se recupere por completo. En este sentido, explicó que el banco central todavía puede recortar los tipos de interés si fuera preciso.

Durante la sesión de preguntas, parte de la atención se centró en el proceso de normalización de la política monetaria. El Sr. Draghi indicó que el Consejo de Gobierno no trató ninguna estrategia de salida, si bien aclaró que hubo dos miembros que efectuaron observaciones al respecto. Asimismo, hizo hincapié en que el BCE se mantendrá en el mercado durante mucho tiempo, subrayando que "las compras netas se efectuarán junto con reinversiones de los pagos de principal procedentes de los valores vencidos adquiridos bajo el programa de compra de activos".

En conjunto, el mensaje trasladado por el BCE estuvo en línea con lo previsto, dado que mantuvo la política monetaria sin cambios, aunque llevó a cabo ligeros cambios en la orientación hacia adelante (eliminando el sesgo a la baja sobre los tipos), manteniendo eso sí un tono prudente. Respecto al proceso de normalización, mantenemos nuestro escenario base: esperamos que en septiembre el BCE abra la puerta a una reducción en el ritmo de compra de activos, que comenzaría a principios de 2018.



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,
~~Frankfurt am Main, 27 April~~ Tallinn, 8 June 2017

INTRODUCTORY STATEMENT

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~~ I would like to thank Governor Hansson for his kind hospitality and express our special gratitude to his staff for the excellent organisation of today's meeting of the Governing Council, ~~which was also attended by the Commission Vice-President, Mr Dombrovskis.~~ We will now report on the outcome of our meeting.

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 ~~or lower~~ 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 €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 will be made alongside reinvestments of the principal payments from maturing securities purchased under the asset purchase programme.

Our monetary policy measures have continued to preserve the very favourable financing conditions that are necessary to secure a sustained convergence of inflation rates towards levels below, but close to, 2% over the medium term. ~~Incoming data since our meeting in early March confirm that the cyclical recovery of the euro area economy is becoming increasingly solid and that downside risks have further diminished. At the same time, underlying inflation pressures continue to remain subdued and have yet to show a convincing upward trend. Moreover, the ongoing volatility in headline inflation underlines the need to look through transient developments in HICP inflation, which have no implication for the medium-term outlook for price stability.~~ The information that has become available since our last monetary policy meeting in late April confirms a stronger momentum in the euro area economy, which is projected to expand at a somewhat faster pace than previously expected. We consider that the risks to the growth outlook are now broadly balanced.

At the same time, the economic expansion has yet to translate into stronger inflation dynamics. So far, measures of underlying inflation continue to remain subdued. Therefore, a very substantial degree of monetary accommodation is still needed for underlying inflation pressures to build up and support headline inflation 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.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Euro area real GDP increased by 0.56%, quarter on quarter, in the fourth first quarter of 2017, after 0.5% in the last quarter of 2016, ~~following a growth rate of 0.4% in the third quarter.~~ Incoming data, notably survey results, ~~bolster our confidence that the ongoing economic expansion will~~ continue to firm and broaden point to solid, broad-based growth in the period ahead. The pass-through of our monetary policy measures ~~is supporting domestic demand and facilitates~~ has facilitated the ongoing deleveraging process. ~~The~~ and should continue to support domestic demand. In particular, the recovery in investment continues to benefit from very favourable financing conditions and improvements in corporate

profitability. Employment gains, which are also benefiting from past labour market reforms, are supporting real disposable income and private consumption. Moreover, the ~~signs of a stronger global recovery and increasing global trade suggest that foreign demand should~~ is increasingly add to the overall resilience of the economic expansion in the supporting trade and euro area exports. However, economic growth ~~continues prospects continue~~ to be dampened by a sluggish pace of implementation of structural reforms, in particular in product markets, and by remaining balance sheet adjustment needs in a number of sectors. ~~The risks surrounding the euro area growth outlook, while moving towards a more balanced configuration, are still tilted to the downside and relate predominantly to global factors, notwithstanding ongoing improvements.~~

~~Headline inflation~~ This assessment is broadly reflected in the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, finalised in late May, which are conditional on the full implementation of all our monetary policy measures. These projections foresee annual real GDP increasing by 1.9% in 2017, by 1.8% in 2018 and by 1.7% in 2019. Compared with the March 2017 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been recovering from the very low levels seen in 2016, largely owing revised upwards over the projection horizon.

The risks surrounding the euro area growth outlook are considered to higher energy price be broadly balanced. On the one hand, the current positive cyclical momentum increases. After reaching 2.0% in February 2017 the chances of a stronger than expected economic upswing. On the other hand, downside risks relating to predominantly global factors continue to exist.

According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation stood at 1.4% in May, following 1.9% in April and 1.5% in March. This reflected As expected, the recent volatility in inflation rates was mainly lower due to energy prices and unprocessed food price inflation, but also a decline temporary increases in services price inflation prices over the Easter period. Looking ahead, on the basis of current futures prices for oil, headline inflation is likely to increase in April and thereafter to hover remain around current levels until the end of this year. However in the coming months. At the same time, measures of underlying inflation remain low and have yet to show convincing signs of a pick-up, as unutilised resources are still weighing on domestic price and wage and price formation, measures of underlying. Underlying inflation remain low and are is expected to rise only gradually over the medium term, supported by our monetary policy measures, the expected continuing economic recovery expansion and the corresponding gradual absorption of economic slack.

This assessment is also broadly reflected in the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.5% in 2017, 1.3% in 2018 and 1.6% in 2019. By comparison with the March 2017 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for headline HICP inflation has been revised downwards, mainly reflecting lower oil prices.

Turning to the monetary analysis, broad money (M3) continues to expand at a robust pace, with an annual rate of growth of 4.79% in ~~February~~ April 2017, after 4.85.3% in ~~January~~ March. 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 8.49.2% in ~~February~~ April 2017, ~~unchanged from the previous month~~ after 9.1% in March.

The recovery in loan growth to the private sector observed since the beginning of 2014 is proceeding. The annual growth rate of loans to non-financial corporations ~~declined~~ increased to 2.04% in ~~February~~ April 2017, from 2.3% in the previous month, while the annual growth rate of loans to households remained ~~broadly stable at 2.3% in February. At the same time, the euro area bank lending survey for the first quarter of 2017 indicates that net loan demand has increased and bank lending conditions have further eased across all loan categories.~~ stable at 2.4% in April. The pass-through of the monetary policy measures put in place since June 2014 continues to significantly support borrowing conditions for firms and households ~~and, access to financing, notably for small and medium-sized enterprises, and, hence,~~ 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% without undue delay.~~ %.

In order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute much more decisively to strengthening economic growth. The implementation of structural reforms needs to be substantially

stepped up to increase resilience, reduce structural unemployment and boost productivity and potential output growth. Regarding **fiscal policies**, all countries ~~should intensify~~ 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 ~~crucial~~ essential to ~~enhance~~ bolster the resilience of the euro area economy.

We are now at your disposal for questions.

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.
