

# Observatorio BCE: El BCE reduce el volumen del programa de compra de activos

Sonsoles Castillo / María Martínez

26 de octubre de 2017

- **El BCE ha optado por un método alternativo para reducir la expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) recortando el volumen de sus compras mensuales a 30 000 millones de euros.**
- **El programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) seguirá en marcha hasta septiembre de 2018 o posteriormente.**
- **El tamaño del balance y la orientación futura del BCE sustituirán las compras netas como la principal herramienta de la política monetaria.**

Tal y como se esperaba, el BCE ha desvelado la recalibración del programa de compras de activos. En lo que respecta a las medidas extraordinarias, el banco central decidió: i) ampliar el programa de compras de activos por lo menos hasta septiembre de 2018 pero con un ritmo mensual de 30 000 millones de euros (hasta diciembre de 2017 el programa funcionará al ritmo mensual actual de 60 000 millones de euros), ii) reinvertir el principal de los valores adquiridos bajo el programa de compras de activos a medida que vayan venciendo durante un periodo de tiempo amplio después de que finalicen las compras netas de activos y hasta que sea necesario, y finalmente iii) extender el procedimiento de subasta a tipo fijo con cobertura total (FRFA, por sus siglas en inglés) al menos hasta finales de 2019.

El Sr. Draghi afirmó que la decisión de ayer no fue unánime, pero subrayó que había un amplio consenso sobre algunas cuestiones y una amplia mayoría sobre otras. El tono siguió siendo acomodaticio. Se mantuvo la tendencia hacia la flexibilización ya que el banco central reiteró su voluntad de volver a actuar si fuese necesario. "El Consejo de Gobierno (CG) está listo para aumentar el programa de compras de activos en lo que respecta al volumen y/o duración".

En cuanto a las medidas convencionales, no se modificaron los principales tipos de interés, tal y como se esperaba, y el BCE reiteró su promesa de no modificarlos "hasta que se haya superado el horizonte de las compras netas de activos". En relación con las perspectivas económicas, el tono mejoró de forma significativa a la vez que los riesgos se mantuvieron ampliamente equilibrados.

Durante la rueda de prensa, la atención se centró en las siguientes cuestiones:

- **La recalibración del programa de compras de activos.** La recalibración refleja el aumento de la confianza en la convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo. El Sr. Draghi quiso destacar que la zona euro todavía necesita un "amplio" grado de estímulo (en las declaraciones previas el término empleado fue "muy sustancial") ya que "las presiones internas sobre los precios son aún, en general, tímidas y las perspectivas económicas y la senda de inflación siguen dependiendo del apoyo continuado de la política monetaria." El presidente del BCE también aprovechó la oportunidad para destacar que **el programa no tiene un plazo definido** y que no se interrumpirá de forma repentina. "Nunca ha sido nuestra intención que el programa se interrumpa de forma repentina", lo que deja la puerta abierta a que el programa siga en funcionamiento hasta el último trimestre de 2018. Por último, **la decisión de recalibrar no fue unánime** ya que algunos miembros del CG hubieran preferido poner fecha de finalización al programa. El BCE también quiso desvincularse del estilo de la Fed sobre el plan de recalibración (esta opción hubiera implicado una retirada lineal de las compras de activos). Con todo, la recalibración concuerda ampliamente con las expectativas del mercado después de los comunicados de las últimas semanas de miembros del BCE, sobre todo, relativos a su horizonte.
- **La consolidación de la orientación futura del BCE (aparte de mantener la "secuencia") a través de:**
  - **Reinvertir el principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que vayan venciendo y durante el tiempo que sea necesario.** El Sr. Draghi hizo hincapié en que

esta medida es bastante importante para mantener el grado de relajación monetaria y las condiciones favorables para que haya liquidez durante un largo periodo de tiempo. Subrayó que, incluso cuando finalicen las compras, el importe de bonos bajo el programa de compras de activos seguirá siendo muy grande. El BCE también anunció que [publicará](#) mensualmente (a partir del mes que viene) el importe de los vencimientos mensuales previstas.

- **Extender el FRFA.** El BCE decidió que “las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses continúen ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2019.”
- El volumen del balance del BCE y la orientación futura sustituirán las compras netas como la principal herramienta de política monetaria.

Tal y como se esperaba, el BCE ha adoptado una estrategia flexible y un programa indefinido, es decir, supeditado a la evolución de las condiciones económicas con el fin de guiar las expectativas del mercado. El banco central ha optado por una extensión del programa con menores cantidades mensuales y durante al menos nueve meses como una forma de anclar las expectativas de tasas de interés (y, por extensión, el euro, que ha desaparecido del radar del BCE), y para tratar de hacer frente al volumen de bonos soberanos disponibles bajo las reglas actuales de este programa (ya que la escasez de bonos acabará siendo un problema para el BCE). En cualquier caso, el BCE adoptó ayer medidas prudentes sobre el proceso de normalización.



**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 gris 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, ~~7 September~~ 26 October 2017**

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 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~~ today we conducted a thorough assessment of the outlook for inflation, the risks surrounding this outlook and our monetary policy stance. As a result, the Governing Council took the following decisions in pursuit of its price stability objective.

First, the key ECB interest rates were kept unchanged. ~~We and 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~~

Second, as regards non-standard monetary policy measures, we ~~confirm that our net asset purchases will continue to make purchases under the asset purchase programme (APP) at the current monthly pace of €60 billion, are intended to run until the end of December 2017. From January 2018 our net asset purchases are intended to continue at a monthly pace of €30 billion 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. ~~The net purchases are made alongside reinvestments of the principal payments from maturing securities purchased under the asset purchase programme.~~~~

~~The incoming information, including our new staff projections, confirms a broadly unchanged medium-term outlook for euro-area economic growth and inflation. The economic expansion, which accelerated more than expected in the first half of 2017, continues to be solid and broad-based across countries and sectors. At the same time, the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the medium-term outlook for price stability.~~

~~While the ongoing economic expansion provides confidence that inflation will gradually head to levels in line with our inflation aim, it has yet to translate sufficiently into stronger inflation dynamics. Measures of underlying inflation have ticked up slightly in recent months but, overall, remain at subdued levels. Therefore, a very substantial degree of monetary accommodation is still needed for underlying inflation pressures to gradually build up and support headline inflation developments 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. This autumn we will decide on the calibration of our policy instruments beyond the end of the year, taking into account the expected path of inflation and the financial conditions needed for a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%. the APP in terms of size and/or duration.~~

Third, the Eurosystem will reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the APP 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.

And fourth, we also decided to continue to conduct 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 2019.

Today's monetary policy decisions were taken to preserve the very favourable financing conditions that are still needed for a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%. The recalibration of our asset purchases reflects growing confidence in the gradual convergence of inflation rates towards our inflation aim, on account of the increasingly robust and broad-based economic expansion, an uptick in measures of underlying inflation and the continued effective pass-through of our policy measures to the financing conditions of the real economy. At the same time, domestic price pressures are still muted overall and the economic outlook and the path of inflation remain conditional on continued support from monetary policy. Therefore, 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 additional 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**. ~~Euro area real~~ The economic expansion in the euro area continues to be solid and broad-based. Real GDP increased by 0.67%, quarter on quarter, in the second quarter of 2017, after 0.56% in the first quarter. Survey ~~The latest data and survey results point to continued broad-based~~ unabated growth momentum in the period ahead ~~second half of this year.~~ Our monetary policy measures ~~are supporting domestic demand and have facilitated the deleveraging process, and continue to support domestic demand.~~ Private consumption is underpinned by rising employment ~~gains, which are~~ is also benefiting from past labour market reforms, and by increasing household wealth. The ~~recovery~~ upswing in business investment continues to benefit from very favourable financing conditions and improvements in corporate profitability. ~~Moreover~~ Construction investment has also strengthened. In addition, the broad-based global recovery ~~will support~~ is supporting euro area exports.

~~This assessment is broadly reflected in the September 2017 ECB staff macroeconomic projections for the euro area. These projections foresee annual real GDP increasing by 2.2% in 2017, by 1.8% in 2018 and by 1.7% in 2019. Compared with the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised up for 2017, reflecting the recent stronger growth momentum, and is broadly unchanged thereafter.~~

Risks surrounding the euro area growth outlook remain broadly balanced. On the one hand, the ~~current positive~~ strong cyclical momentum ~~increases the chances of a stronger than expected economic upswing,~~ as evidenced in recent developments in sentiment indicators, could lead to further positive growth surprises. On the other hand, downside risks continue to ~~exist,~~ relate primarily ~~relating to~~ global factors and developments in foreign exchange markets.

Euro area annual HICP inflation ~~was~~ remained unchanged at 1.5% in ~~August~~ September. Looking ahead, on the basis of current futures prices for oil, annual rates of headline inflation are likely to temporarily decline towards the turn of the year, mainly reflecting base effects in energy prices. At the same time, measures of underlying inflation have ticked up moderately ~~in recent months~~ since early 2017, but have yet to show more convincing signs of a sustained upward trend. ~~Domestic~~ Wage growth has increased somewhat, but domestic cost pressures, ~~notably from labour markets, are still~~ remain subdued overall. Underlying inflation in the euro area is expected to continue to rise gradually over the medium term, supported by our monetary policy measures, the continuing economic expansion, the corresponding gradual absorption of economic slack and rising ~~wages~~ wage growth.

~~This assessment is also broadly reflected in the September 2017 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.5% in 2017, 1.2% in 2018 and 1.5% in 2019. Compared with the June 2017 Eurosystem staff macroeconomic projections, the outlook for headline HICP inflation has been revised down slightly, mainly reflecting the recent appreciation of the euro exchange rate.~~

Turning to the **monetary analysis**, broad money (M3), ~~despite some monthly volatility,~~ continues to expand at a robust pace, with an annual rate of growth of 4.5.1% in ~~July~~ September 2017, after 5.0% in ~~June~~ August. 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 9.47% in ~~July~~ September 2017, ~~down~~ up from 9.75% in ~~June~~ August.

The recovery in the growth of loans to the private sector observed since the beginning of 2014 is proceeding. The annual growth rate of loans to non-financial corporations increased to 2.45% in ~~July~~ September 2017, ~~up from~~ after 2.04% in ~~June~~ August, while the annual growth rate of loans to households remained stable at 2.6%. ~~7%.~~ The euro area bank lending survey for the third quarter of 2017 indicates that net loan demand has continued to increase for all loan categories. Credit standards have further eased for loans to households, while they remained broadly unchanged for loans to enterprises. Banks' overall terms and conditions on new loans have continued to ease for all categories of loans.

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 a continued very substantial~~ to recalibrate the policy instruments to ensure the degree of monetary accommodation necessary to secure a sustained return of inflation rates towards levels that are below, but close to, 2%.

In order to reap the full benefits from our monetary policy measures, other policy areas must contribute decisively to strengthening the longer-term growth potential and reducing vulnerabilities. The implementation of **structural reforms in all euro area countries** needs to be substantially stepped up to increase resilience, reduce structural unemployment and boost euro area productivity and growth potential ~~and productivity~~. Regarding **fiscal policies**, 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 ~~imbalances~~ imbalance procedure over time and across countries remains essential to ~~bolster~~ increase the resilience of the euro area economy. Strengthening Economic and Monetary Union remains a priority. The Governing Council welcomes the ongoing discussions on further enhancing the institutional architecture of our 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.

---