

Bancos centrales

ECB: sin cambios en la política monetaria, pero reconoce el aumento de los riesgos

Sonsoles Castillo / Miguel Jiménez / María Martínez

- **El Consejo de Gobierno está evaluando el alcance de la desaceleración antes de discutir medidas de política monetaria**
- **El balance de los riesgos se ha desplazado a la baja**
- **No se han producido cambios en la política monetaria ni en la orientación futura de los tipos de interés, aunque se deja la puerta abierta a que puedan producirse en los próximos meses**

El interés de la reunión de esta semana radicaba principalmente en ver hasta qué punto el BCE estaba preocupado sobre la actual pérdida de impulso en el crecimiento. **No se esperaba que adoptara decisión alguna y, en efecto, el BCE mantuvo su postura de política monetaria**, al no modificar sus tipos de interés oficiales y reiterar que espera mantenerlos “en sus niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo que resulte necesario”. Durante la rueda de prensa **Draghi insistió en que la orientación hacia adelante (*forward guidance* en inglés) es dependiente de los datos, dando a entender que podría cambiar si la economía continuara empeorando.**

En concreto, se plantearon muchas preguntas sobre la naturaleza de la actual desaceleración, y Draghi reiteró que ahora deben comprobar la persistencia de los datos, dado que prevé que parte de las malas noticias sean de naturaleza únicamente temporal. Sobre esta cuestión, más allá de algunos factores extraordinarios en países y sectores específicos, la desaceleración de la demanda mundial (China) también está lastrando la actividad. Además, cuanto más tiempo dure la incertidumbre sobre el proteccionismo y el *brexit*, más se deteriorará la confianza, y el **impulso económico podría ser inferior a lo previsto durante los próximos trimestres**. No obstante, Draghi subrayó que la **probabilidad de una recesión es baja**.

El cambio más importante en el comunicado vino por el lado económico, ya que **el BCE modificó el balance de los riesgos sobre crecimiento a la baja. En diciembre, el banco central dijo solamente que los riesgos “evolucionaban” a la baja**. La persistencia de incertidumbres está relacionada con factores geopolíticos y con la amenaza del proteccionismo, así como con vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad en los mercados financieros. **El tono prudente se mantiene**, ya que el comunicado reiteró que **“continúa siendo necesario un amplio grado de estímulo monetario” y que el banco está preparado para ajustar todos sus instrumentos** (todas las herramientas están disponibles, según las palabras de Draghi) en caso necesario.

Draghi señaló que hubo **unanimidad dentro del Consejo de Gobierno sobre la evaluación de la situación**, pero que no debatieron las implicaciones (en materia de política) de modificar el balance de los riesgos. “La reunión de hoy se dedicó fundamentalmente a realizar una evaluación”.

Cuando Draghi fue preguntado acerca de las **expectativas del mercado sobre la primera subida de tipos** —no prevista hasta mediados de 2020—, contestó que el mercado había entendido la “función de reacción” del BCE. Esto sugiere que **el Banco Central no parece estar incómodo con las expectativas del mercado**.

Acercas de la reinversión de las compras de activos, el BCE tampoco ha modificado su política, ya que reiteró que la mantiene íntegramente, durante un período prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

En cuanto a la posibilidad de llevar a cabo **otra subasta de liquidez (LTRO)**, **tampoco se adoptaron decisiones**, aunque varios miembros del Consejo de Gobierno mencionaron el asunto durante la reunión.

Continuamos esperando que el BCE anuncie una nueva ronda de LTROs hacia marzo o junio de 2019, con vistas a evitar los efectos de un vencimiento abrupto en la liquidez.

En conjunto, el comunicado y la rueda de prensa de este jueves han sido un ejemplo de postura de “esperar y ver”, si bien con cierto tono prudente (como anticipábamos). De este modo, **el BCE deja la puerta abierta a modificar su orientación sobre los tipos de interés en los próximos meses y a retrasar las subidas de tipos.**



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

1.1. Mario Draghi, President of the ECB, Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, ~~13 December 2018~~ 24 January 2019

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 of the Eurogroup, Mr ~~Centeno~~ Dombrovskis.

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 levels at least through the summer of 2019, 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% over the medium term.

Regarding **non-standard monetary policy measures**, ~~our net purchases under the asset purchase programme (APP) will end in December 2018. At the same time, we are enhancing our forward guidance on reinvestment. Accordingly, we intend to continue reinvesting, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the APP~~ 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.

~~While~~ The incoming information has ~~been~~ continued to be weaker than expected, ~~reflecting~~ on account of softer external demand ~~but also~~ and some country and sector-specific factors. ~~The persistence of uncertainties in particular relating to geopolitical factors and the underlying strength of domestic demand continues~~ threat of protectionism is weighing on economic sentiment. At the same time, supportive financing conditions, favourable labour market dynamics and rising wage growth continue to underpin the euro area expansion and gradually rising inflation pressures. This supports our confidence ~~that~~ in the ~~continued~~ continued sustained convergence of inflation to ~~our aim will proceed and will be maintained even after~~ levels that are below, but close to, 2% over the ~~end of our net asset purchases. At the same time, uncertainties related to geopolitical factors, the threat of protectionism, vulnerabilities in emerging markets and financial market volatility remain prominent~~ medium term. Significant monetary policy stimulus ~~is still needed~~ remains essential to support the further build-up of domestic price pressures and headline inflation developments over the medium term. ~~Our~~ This will be provided by our forward guidance on the key ECB interest rates, reinforced by the reinvestments of the sizeable stock of acquired assets, ~~continues to provide the necessary degree of monetary accommodation for the sustained convergence of inflation to our aim.~~ In any event, the Governing Council 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 increased by 0.2%, quarter on quarter, in the third quarter of 2018, following growth of 0.4% in the previous two quarters. ~~The latest~~ Incoming data and survey results have been continued to be weaker than expected, ~~reflecting~~ as a diminishing contribution from ~~result of a slowdown in~~ external demand ~~and~~ compounded by some country and sector-specific factors. While ~~the impact of~~ some of these factors are likely to unwind, this may suggest some slower is expected to fade, the near-term growth momentum ~~is likely to be weaker than previously anticipated. Looking ahead~~ is likely to be weaker than previously anticipated. Looking ahead. At the same time, domestic demand, also backed by our accommodative monetary policy stance, continues to underpin the economic expansion in ~~the~~ the euro area. The strength of the labour market, as reflected in ongoing ~~expansion will continue to be supported by favourable financing conditions, further~~ expansion will continue to be supported by favourable financing conditions, further employment gains and rising wages, still supports private consumption. Moreover, business investment is benefiting from domestic demand, favourable financing conditions and improving balance sheets. Residential investment remains robust. In addition, ~~the~~ lower energy prices, and the ongoing – albeit somewhat slower – expansion in global activity ~~is still expected to continue, supporting euro area exports, although at a slower pace.~~

~~This assessment is broadly reflected in the December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area. These projections foresee annual real GDP increasing by 1.0% in 2018, 1.7% in 2019, 1.7% in 2020 and 1.5% in 2021. Compared with the September 2018 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for real GDP growth has been revised slightly down in 2018 and 2019.~~

The risks surrounding the euro area growth outlook ~~can still be assessed as broadly balanced. However, the balance of risks is moving~~ have moved to the downside ~~owing to~~ on account of the persistence of uncertainties related to geopolitical factors, ~~and~~ the threat of protectionism, vulnerabilities in emerging markets and financial market volatility.

According to Eurostat's flash estimate, euro Euro area annual HICP inflation declined to ~~2.0~~ 1.6% in December 2018, from 1.9% in November 2018, ~~from 2.2% in October,~~ reflecting mainly a ~~decline in~~ lower energy price inflation. On the basis of current futures prices for oil, headline inflation is likely to ~~decrease~~ decline further over the coming months. Measures of underlying inflation remain generally muted, but ~~domestic~~ labour cost pressures are continuing to strengthen and broaden amid high levels of capacity utilisation and tightening labour markets, ~~which is pushing up wage growth.~~ Looking ahead, underlying inflation is expected to increase over the medium term, supported by our monetary policy measures, the ongoing economic expansion and rising wage growth.

This assessment is also broadly reflected in the December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which ~~foresee~~ annual HICP inflation at 1.8% in 2018, 1.6% in 2019, 1.7% in 2020 and 1.8% in 2021. Compared with the September 2018 ECB staff macroeconomic projections, the outlook for HICP inflation has been revised slightly up for 2018 and down for 2019.

Turning to the **monetary analysis**, broad money (M3) growth ~~stood at~~ moderated to 3.97% in ~~October~~ November 2018, after 3.6% in September. ~~Apart from some volatility in monthly flows,~~ 9% in October. M3 growth continues to be supported backed by bank credit creation. The narrow monetary aggregate M1 remained the main contributor to broad money growth.

~~In line with the upward trend observed since the beginning of 2014, the growth of loans to the private sector continues to support the economic expansion.~~ The annual growth rate of loans to non-financial corporations stood at 4.0% in November 2018, after 3.9% in October 2018, ~~after 4.3% in September,~~ while the annual growth rate of loans to households remained broadly unchanged at 3.2%–3%. The euro area bank lending survey for the fourth quarter of 2018 suggests that overall bank lending conditions remained favourable, following an extended period of net easing, and demand for bank credit continued to rise, thereby underpinning loan growth.

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 – in particular 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 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. Regarding **fiscal policies**, the Governing Council reiterates the need for rebuilding fiscal buffers. This is particularly important in countries where government debt is high and for which full adherence to the Stability and Growth Pact is critical for safeguarding sound fiscal positions. Likewise, the transparent and consistent implementation of the EU'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.

~~Further information on the technical parameters of the reinvestments will be released at 15:30 CET on the ECB's website.~~

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.