

# Observatorio BCE

## Europa

Madrid, 4 de julio de 2013  
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

María Martínez Álvarez  
maria.martinez.alvarez@bbva.com

Cristina Varela Donoso  
cvarela@bbva.com

Alejandro Neut  
robertoalejandro.neut@bbva.com

## *Forward guidance, ¿la nueva estrategia política de política monetaria del BCE?*

- El BCE adopta una estrategia de *forward guidance*, afirmando que los tipos permanecerán "con los bajos niveles actuales durante un largo periodo de tiempo"
- El BCE asume un tono más moderado, distanciándose de la ortodoxia que se percibe en la Fed. El Banco de Inglaterra (BdI) ha actuado de forma similar
- Sus perspectivas económicas continúan siendo débiles e inciertas debido a las condiciones del mercado financiero. Los riesgos para la estabilidad de los precios siguen equilibrados en líneas generales

El Consejo de gobierno afirma explícitamente que "los tipos de interés oficiales del BCE se van a mantener con los bajos niveles actuales durante un largo periodo de tiempo". Este es un paso del BCE inesperado, sin precedentes y bienvenido, que se aleja de su habitual política de "ningún compromiso previo" y se encamina hacia una estrategia de *forward guidance*. El Sr. Draghi aclaró que esta decisión estaba condicionada por las expectativas de tres variables: la "previsión de una **inflación** controlada a medio plazo en líneas generales, la debilidad generalizada de la **economía real** y la moderada **dinámica monetaria** a medio plazo".

A pesar de dejar los tipos de interés oficiales sin cambios al 0,5% (como se esperaba), el Sr. Draghi afirmó que se estaban llevando a cabo amplios debates sobre la posibilidad de recortar los tipos, añadiendo que unos tipos de interés negativos para los depósitos sigue siendo una opción factible y que el 0,50% no es un límite inferior. El tono moderado está en consonancia con la previsión económica del BCE, que indica que la actividad "aún se está reduciendo pero a un ritmo más lento". Además, el Sr. Draghi recalcó que la previsión está sujeta a una gran incertidumbre, porque el reciente tensionamiento de los mercados podría tener el potencial de afectar negativamente a las condiciones económicas. Según el punto de vista del BCE, los riesgos para la economía se mantienen sesgados a la baja, mientras que los riesgos para la estabilidad de los precios "se espera que sigan equilibrados en líneas generales". Por lo tanto, prevemos que el BCE se mantendrá a la espera, con mayor posibilidad de un recorte de tipos, lo cual depende ahora de los datos y también de las condiciones del mercado financiero global.

En la conferencia de prensa, la atención se centró en el *forward guidance* del BCE. El Sr. Draghi afirmó que la decisión sobre la orientación fue unánime dentro del Consejo de gobierno. Subrayó que "lo que hizo hoy el CG fue inyectar un sesgo a la baja en los tipos de interés para un futuro previsible. La salida está muy lejos". Cuando le preguntaron al Sr. Draghi sobre la nueva estrategia de comunicación, indicó que la creciente volatilidad del mercado la justificaba, añadiendo que el BCE "no reacciona frente a la comunicación de otros bancos centrales". Estos comentarios se hicieron en referencia a la estrategia de reducción de compras de la Fed que provocó el reciente tensionamiento de los mercados, y también en referencia al moderado comunicado sobre política monetaria del Bdl de hoy. En cuanto a la futura estrategia de política monetaria del BCE, el Sr. Draghi declaró que es demasiado temprano para especular sobre la comunicación futura (por ejemplo, umbrales en las directrices de su política monetaria, como en el caso de la Fed). Además, el Sr. Draghi rehusó definir que es "un largo periodo de tiempo".

## Annex 1. Introductory statement, tracking the changes:

in black, wording common to both the current and previous statements, in red and crossed, previous wording that was replaced by new wording, in blue and underlined.

### Mario Draghi, President of the ECB, Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, ~~6 June~~4 July 2013

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, Finance Minister~~ Dijsselbloem, Mr. Rehn.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. Incoming information has confirmed our previous assessment ~~which led to the cut in interest rates in early May. The underlying price pressure.~~ Underlying price pressures in the euro area is~~are~~ expected to remain subdued over the medium term. In keeping with this picture, monetary and, in particular, credit dynamics remain subdued. ~~Medium-term inflation~~Inflation expectations for the euro area continue to be firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. At the same time, recent ~~economic sentiment confidence indicators based on~~ survey data have shown some further improvement from low levels. ~~The accommodative stance of our monetary policy, together with the significant improvements in financial markets since mid-2012, should contribute to support prospects for an economic recovery later in the year. Against this overall background~~Our monetary policy stance is geared towards maintaining the degree of monetary accommodation warranted by the outlook for price stability and promoting stable money market conditions. It thereby provides support to a recovery in economic activity later in the year and in 2014. Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary. The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on the overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the real economy and subdued monetary dynamics. In the period ahead, we will monitor ~~very closely~~ all incoming information on economic and monetary developments and assess any impact on the outlook for price stability.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Real GDP ~~contracted~~declined by 0.23% in the first quarter of 2013, following a ~~decline~~contraction of 0.6% in the ~~fourth last~~ quarter of 2012. ~~Output has thus declined for six consecutive quarters, with~~ At the same time, labour market conditions ~~remaining~~remain weak. Recent developments in ~~economic sentiment cyclical indicators, particularly those based on~~ survey data ~~have shown,~~ indicate some further improvement from low levels. Looking ahead to later in the year and to 2014, euro area export growth should benefit from a gradual recovery in global demand, while domestic demand should be supported by the accommodative monetary policy stance ~~of our monetary policy and by~~ as well as the recent gains in real income ~~gains due~~owing to ~~lower oil prices and~~ generally lower inflation. Furthermore, ~~the significant~~notwithstanding recent developments, the overall improvements in financial markets seen since last summer should work their way through to the real economy, as should the progress made in fiscal consolidation. ~~At the same time,~~ This being said, the remaining necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors will continue to weigh on economic activity. Overall, euro area economic activity should stabilise and recover in the course of the year, albeit at a subdued pace.

This assessment is also reflected in the June 2013 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP declining by 0.6% in 2013 and increasing by 1.1% in 2014. Compared with the March 2013 ECB staff macroeconomic projections, the projection for 2013 has been revised marginally downwards, largely reflecting the incorporation of the latest GDP data releases. For 2014 there has been a marginal upward revision.

The Governing Council continues to see downside risks surrounding the economic outlook for the euro area. They continue to be on the downside. The recent tightening of global money and financial market conditions and related uncertainties may have the potential to negatively affect economic conditions. Other downside risks include the possibility of weaker than expected domestic and global demand and slow or insufficient implementation of structural reforms in euro area countries.

As stated in previous months, annual inflation rates are expected to be subject to some volatility throughout the year owing particularly to base effects. According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 1.6% in June 2013, up from 1.4% in May 2013, up from 1.2% in April. This increase was, in particular, accounted for by a rebound in services prices related to the unwinding of the Easter effect and reflected an increase in food prices. More generally, as stated last month, annual inflation rates are expected to be subject to some volatility throughout the year due particularly to base effects upward base effect relating to energy and food price developments twelve months earlier. Looking through this volatility, the However, underlying price pressure over the medium term is pressures are expected to remain subdued over the medium term, reflecting low capacity utilisation the broad-based weakness in aggregate demand and a the modest pace of economic the recovery. Over the medium Medium-term, inflation expectations remain firmly anchored in line with price stability.

This assessment is also reflected in the June 2013 Eurosystem staff macroeconomic projections for The risks to the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.4% and 1.3% in 2013 and 2014, respectively. In comparison with the March 2013 ECB staff macroeconomic projections, the projection for inflation for 2013 has been revised downwards, mainly reflecting the fall in oil prices, while the projection for 2014 remains unchanged.

In the Governing Council's assessment, risks to the outlook for price developments are are expected to be still broadly balanced over the medium term, with upside risks relating to stronger than expected increases in administered prices and indirect taxes, as well as higher commodity prices, and downside risks stemming from weaker than expected economic activity.

Turning to the **monetary analysis**, recent data confirm that the underlying pace of subdued monetary and, in particular, credit expansion continues to be subdued. dynamics. Annual growth in broad money, (M3, increased in April to 3.2) decreased in May to 2.9%, from 2.6% in March, mainly due to a base effect and special factors. The same factors have impacted on the annual growth rate of the narrow monetary aggregate, M1, which increased from 7.1% in March to 8.7% in April.

3.2% in April. Moreover, annual growth in M1 decreased to 8.4% in May, from 8.7% in April. The growth annual rate of change of loans to the private sector continued to be weak. It remained negative. While the annual growth rates of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) remained at 0.3% in April May, broadly unchanged since the turn of the year. The annual negative growth, the annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) increased weakened further to -2.1% in May, from -1.3% in March to -1.9% in April. This development stemmed, in particular, from As in April, strong monthly net redemptions in May were concentrated in short-term loans, which could reflect possibly reflecting reduced demand for working capital against the background of weak order books in early spring. More generally, weak loan dynamics continue to reflect primarily the current stage of the business cycle, heightened credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets.

~~In order to ensure adequate transmission of monetary policy to euro area countries, it is essential that the fragmentation of euro area credit markets continues to decline further and that the resilience of banks is strengthened where needed. Progress has been made since last summer of 2012 substantial progress has been made~~ in improving the funding situation of banks ~~and, in particular,~~ in strengthening the domestic deposit base in ~~a number of stressed countries and in.~~ This has contributed to reducing reliance on ~~the~~ Eurosystem ~~funding,~~ as reflected in ~~the ongoing~~ repayments of the three-year ~~longer-term refinancing operations~~ (LTROs). ~~In order to ensure an adequate transmission of monetary policy to the financing conditions in euro area countries, it is essential that the fragmentation of euro area credit markets continues to decline further and that the resilience of banks is strengthened where needed.~~ Further decisive steps for establishing a ~~banking union~~ Banking Union will help to accomplish this objective. In particular, ~~the Governing Council emphasises that~~ the future Single Supervisory Mechanism and a Single Resolution Mechanism are crucial elements for moving towards re-integrating the banking system and therefore require swift implementation.

To sum up, the economic analysis indicates that price developments should remain in line with price stability over the medium term. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms this picture.

~~With regard to **fiscal consolidation** and **structural reforms**, the Governing Council welcomes the progress made and encourages governments to continue with determined efforts. It is essential that euro area countries do not unravel their efforts to reduce government budget deficits. The~~ ~~With regard to **other economic policies**, the Governing Council notes the initiatives taken by the European Council of 27-28 June 2013 in the areas of youth unemployment, investment and financing of small and medium-sized enterprises, as well as the European Council's endorsement of the country-specific recommendations of the 2013 European semester. The Governing Council stresses that implementation of these recommendations is essential to contribute to a sustainable recovery in the euro area. Moreover, the~~ new European governance framework for fiscal and economic policies should be applied in a steadfast manner ~~and much more determined efforts should be pursued to carry forward structural reforms to foster growth and employment.~~ In this respect, the Governing Council ~~considers~~ ~~deems~~ it ~~very particularly~~ important ~~that decisions by the EU Council to extend the time frame for the correction of excessive fiscal deficits should remain reserved for exceptional circumstances. At the same time, it is necessary to continue, where needed, to take legislative action or otherwise promptly implement structural reforms. Structural reforms should, in particular, target competitiveness and adjustment capacities in labour and product markets, thereby helping to generate employment opportunities in an environment of unacceptably high unemployment levels, especially among young workers, prevailing in several countries. Combined action on the fiscal and structural front should mutually reinforce fiscal sustainability and economic growth potential and thereby foster sustainable job creation. Finally, the Governing Council welcomes the setting-out of a number of steps towards the completion of the Banking Union as moves in the right direction, but also urges that they be implemented swiftly.~~

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.**

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

**BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**