

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 7 de marzo 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

Europe

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com

Ligero cambio en las cifras, pero sin cambios en el tono

- Los tipos no varían, pero no por unanimidad
- No hay indicios de cambio de política a corto plazo
- Las previsiones del BCE se revisan ligeramente a la baja, pero la perspectiva general apenas cambia

Tal como se esperaba el Consejo de gobierno (CG) del BCE dejó el tipo de referencia sin cambios en el 0,75%. Pero a la decisión de hoy se llegó con un "consenso predominante", lo que supone un cambio con respecto a la reunión anterior del BCE, donde la misma decisión se tomó por unanimidad. El CG también debatió sobre un posible recorte del tipo de la facilidad de depósito, aunque lo descartaron debido a las "graves consecuencias de esa medida"; lo que indica que no es probable que el BCE recurra a esta medida en el futuro. Draghi dijo que las perspectivas de inflación siguen considerándose equilibradas en líneas generales a medio plazo, mientras que los riesgos para las perspectivas económicas siguen inclinados a la baja. En cuanto a medidas políticas futuras, Draghi se mantuvo en la línea habitual y dijo que el CG "no está sujeto a ningún tipo de compromiso en el futuro", y reiteró que la política monetaria seguirá siendo "flexible" mientras sea necesario, incluido el modo de cobertura total de las provisiones de liquidez.

En su revisión trimestral, el BCE rebajó sus previsiones de crecimiento para 2013 y 2014. La cifra de crecimiento del PIB se revisó a la baja en 0,2 pp debido a que el efecto de arrastre de un PIB inferior a lo esperado en el 4T12 ha sido más negativo, pero la senda de recuperación proyectada se ha mantenido prácticamente sin cambios. En lo que respecta a los supuestos técnicos, el cambio principal con respecto a diciembre es su nueva suposición sobre el euro-dólar (ahora se prevé que se sitúe en 1,35 en 2013 y 2014); pero estas previsiones se actualizaron con la información que había hasta el 14 de febrero de 2013, y no tienen en cuenta que el euro ha vuelto ahora a situarse en torno a 1,30 dólares. Su supuesto implica una apreciación del tipo de cambio efectivo del 4,2% en 2013 y del 0,1% en 2014, lo que contrasta con la depreciación del 0,9% que se esperaba anteriormente para 2013. Este nuevo supuesto podría restar al menos 0,1 pp de crecimiento de sus previsiones actuales.

Se prevé una recuperación gradual durante la segunda mitad del año. En la reunión anterior, el BCE fue más ambiguo, ya que esperaba una recuperación gradual más avanzado el año. En cambio, nosotros ya esperamos un ligero crecimiento económico en el 1T13 (MICA BBVA en torno al 0,1-0,2% t/t para la zona euro). No obstante, los datos reales que se han publicado son muy escasos y el BCE tendrá que seguir los indicadores preliminares para confirmar esta previsión.

Con todo, la revisión de las previsiones de crecimiento a la baja del BCE fue una pequeña sorpresa. Esperábamos que el crecimiento se vería negativamente afectado por las repercusiones de que los datos del 4T fueran peores de lo previsto, pero también pensábamos que el BCE incluiría las mejoras que se han producido en los últimos meses en los indicadores de confianza, sobre todo en Alemania. De hecho, Draghi ya apuntó en diciembre que esos datos preliminares ofrecían una señal positiva, lo que de algún modo contrastaba con la revisión muy negativa de las previsiones que publicaron en aquel momento. Las todavía negativas perspectivas del BCE podrían estar afectadas por los últimos (y menos positivos) datos del índice de gerentes de compras del sector servicios, por las incertidumbres que conlleva el proceso político italiano y por los resultados macroeconómicos de Francia, que han sido un poco decepcionantes.

Las previsiones de inflación y sus motores subyacentes están en línea con nuestras previsiones. En particular, según los supuestos técnicos del BCE, la apreciación prevista del euro debería compensar los precios más elevados del petróleo. En la rueda de prensa, se le preguntó a Draghi por los riesgos de deflación, a lo que respondió que él solo ha visto precios más bajos en algunos productos, en algunos sectores, en algunos países, pero no una caída generalizada de los precios en todos los sectores y países, que es lo que se correspondería con la definición de deflación.

Durante el turno de preguntas, Draghi subrayó la importancia de reducir la fragmentación en los mercados de crédito con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los países de la zona euro, señalando también que hay varias señales que indican una reducción de la fragmentación. Asimismo, añadió que los pagos de las LTRO son un indicio de mejora de la confianza. Pero no mostró complacencia, y destacó que la financiación a las PYMES sigue siendo frágil y que la fragmentación continúa en niveles elevados.

Draghi dejó claro que el mecanismo de las transacciones monetarias directas (OMT, siglas en inglés) no fue diseñado para provocar la vuelta de los países a los mercados. Y añadió que los países deben estar en los mercados "por sí mismos", emitir "ciertas cantidades"... "a lo largo de la curva de rentabilidad" y llegar a una "amplia gama de inversores".

Tabla 1

Proyecciones macroeconómicas

		BCE				BBVA Resarch	
		dic-12		mar-13			
		2013	2014	2013	2014		
PIB	Intervalo de estimación	(-0.9 ; 0.3)	(0.2 ; 2.2)	(-0.9 ; -0.1)	(0.0 ; 2.0)		
	Punto de estimación	-0.3	1.2	-0.5	1.0	0.3	1.3
IPCA	Intervalo de estimación	(1.1 ; 2.1)	(0.6 ; 2.2)	(1.2 ; 2.0)	(0.6 ; 2.0)		
	Punto de estimación	1.6	1.4	1.6	1.3	1.6	1.5

Fuente: BCE

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, 7 ~~February~~March 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.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. HICP inflation rates have declined further, as anticipated, and ~~are expected to fall~~ fell below 2% in ~~the coming months~~February. Over the policy-relevant horizon, inflationary pressures should remain contained. The underlying pace of monetary expansion continues to be subdued. ~~Medium to longer-term inflation~~Inflation expectations for the euro area remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2%. ~~% over the medium term~~. Overall, this ~~allows~~will allow our monetary policy stance to remain accommodative. ~~The Available data continue to signal that~~ economic weakness in the euro area ~~is expected to prevail in the early part of 2013. In particular, has extended into the beginning of the year, while broadly confirming signs of stabilisation in a number of indicators, albeit at low levels. At the same time,~~ necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors will continue to weigh on economic activity. Later in 2013 economic activity should gradually recover, supported by a strengthening of global demand and our accommodative monetary policy stance, ~~the improvement in financial market confidence and reduced fragmentation, as well as a strengthening of global demand~~. In order to ~~sustain~~support confidence, it is essential for governments to ~~reduce~~continue implementing structural reforms, to build further ~~both on the progress made in fiscal and structural imbalances~~consolidation, and to proceed with financial sector restructuring.

With regard to the liquidity situation of banks, counterparties have so far repaid €~~140.6~~224.8 billion of the €~~489.2~~1,018.7 billion obtained in the ~~first of the~~ two three-year longer-term refinancing operations (LTROs) settled in ~~December~~December 2011 and ~~March~~March 2012. ~~This reflects the improvement in financial market confidence. Repayments are provided for in the modalities of the three-year LTROs and are at the discretion of the counterparties, who must appropriately assess their funding situation, their ability to provide new loans to the economy and their resilience to shocks. In net terms, this implies that, of the increase in the outstanding volume of bank refinancing through the ECB's monetary policy operations of around €500 billion between mid-December 2011 and early March 2012, about €200 billion have now been repaid. These repayments reflect improvements in financial market confidence over the last few months and receding financial market fragmentation.~~ We ~~will~~are closely ~~monitor~~monitoring conditions in the money market and their potential impact on the stance of monetary policy, ~~which~~ and the functioning of the transmission of our monetary policy to the economy. Our monetary policy stance will remain accommodative with the full allotment mode of liquidity provision.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~Euro area real GDP declined by 0.1%, quarter on quarter, in the third quarter of 2012, following a contraction of 0.2% in the second quarter. Available data continue to signal further weakness in activity in the fourth quarter and at the beginning of 2013. This weakness reflects the adverse impact of low consumer and investor sentiment on domestic expenditure, as well as subdued foreign demand. However, financial market sentiment has improved and the latest survey indicators confirm earlier evidence of a stabilisation in business and consumer confidence, albeit at low levels. Later in 2013 a gradual recovery should start, with domestic demand being supported by our accommodative monetary policy stance, the improvement in financial market confidence and reduced fragmentation, and export growth benefiting from a strengthening of global demand.~~ The GDP outcome for the fourth quarter of 2012 was weak, with Eurostat's second estimate indicating a contraction of 0.6% quarter on quarter. The decline was largely due to a fall in domestic demand but also reflected weak exports. As regards 2013, recent data and indicators suggest that economic activity should start stabilising in the first part of the year. A gradual recovery should commence in the second part, with export growth benefiting from a strengthening of global demand and domestic demand being supported by our accommodative

monetary policy stance. Furthermore, the improvements in financial markets since July last year and the continued implementation of structural reforms should work their way through to the economy. At the same time, necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors, and the associated tight credit conditions, will continue to weigh on economic activity.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area continue to be on the downside. They relate to the possibility of weaker than expected domestic demand and exports, slow implementation of structural reforms in the euro area, as well as geopolitical issues and imbalances in major industrialised countries which could both have an impact on developments in global commodities and financial markets. This assessment is also reflected in the March 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee average annual real GDP growth in a range between -0.9% and -0.1% in 2013 and between 0.0% and 2.0% in 2014. Compared with the December 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges have been revised slightly downwards. The revision for 2013 mainly reflects a more negative carry-over effect from the outcome for real GDP in the fourth quarter of 2012, while the projected path of the recovery has remained broadly unchanged.

The Governing Council continues to see downside risks surrounding the economic outlook for the euro area. The risks relate to the possibility of weaker than expected domestic demand and exports and to slow or insufficient implementation of structural reforms in the euro area. These factors have the potential to dampen the ongoing improvement in confidence and thereby delay the recovery.

According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 2.0% in January 2013, down from 2.20% in November and December and from 2.5% in October. On the basis of current futures prices for oil, January. The on-going decline in annual inflation rates mainly reflects the energy and food components of the price index. Looking ahead, while the monthly pattern of headline inflation rates are expected to decline further to below 2% in the coming months. Over the policy-relevant horizon, in an environment of weak economic activity in the euro area and well-anchored long-term inflation expectations, underlying price pressures should remain contained. Inflation expectations are well-anchored and in line with price stability over the medium term.

Risks—The March 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 1.2% and 2.0% in 2013 and between 0.6% and 2.0% in 2014. In comparison with the December 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges are broadly unchanged.

In the Governing Council's assessment, risks to the outlook for price developments continue to be seen as broadly balanced over the medium term, with upside risks relating to higher stronger than expected increases in administered prices and indirect taxes, as well as higher oil prices, and downside risks stemming from weaker economic activity and, more recently, the appreciation of the euro exchange rate.

Turning to the **monetary analysis**, monetary figures for January 2013 support our assessment that the underlying pace of monetary expansion continues to be subdued. The annual growth rate of M3 decreased to 3.5% in January, after 3.4% in December 2012. The annual rate of growth of the narrow monetary aggregate, M1, increased to 6.7% from 6.3% in November. Shifts from overnight deposits to short-term time deposits led to a decrease in the annual rate of growth of M1, which declined to 6.2% in December, from 6.7% in November, and outflows from marketable instruments dampened overall M3 growth. A further strengthening in the deposit base of MFIs in a number of stressed countries took place in December, strengthened further in combination with further capital inflows into the euro area, both of which continued to reduce fragmentation in January.

The annual growth rate of loans to the private sector (adjusted for loan sales and securitisation) remained negative in December. This mainly reflected ongoing negative annual growth of loans to non-financial corporations, which was stood at -1.5% in January, after -1.3% in December after -1.5% in November. However, 2012. The annual growth in MFI loans to households remained broadly unchanged at 0.5%, from 0.7% in December. To a large extent, subdued loan dynamics reflect the current stage of the business cycle, heightened credit risk and the ongoing adjustment in the balance sheets of the financial and non-financial sectors. In line with these developments, the bank lending survey for the fourth quarter of 2012 confirms the weakness in credit demand and the continued effect of credit

~~risk considerations on the tightening of credit standards. At the same time, the survey confirms the positive impact of Eurosystem measures on banks' overall funding and liquidity situation. In particular, banks reported improvements across all funding categories in the fourth quarter.~~ [sector balance sheets](#). ~~At the same time, available information on the access to financing of non-financial corporates indicates tight credit conditions for small and medium-sized enterprises.~~

In order to ensure adequate transmission of monetary policy to the financing conditions in euro area countries, it is essential to continue [reducing fragmentation of euro area credit markets and](#) strengthening the resilience of banks where needed. Decisive steps for establishing an integrated financial framework will help to accomplish this objective. The future ~~single supervisory mechanism~~ [Single Supervisory Mechanism \(SSM\)](#) is one of the main building blocks. ~~It is, together with~~ a [Single Resolution Mechanism \(SRM\)](#). ~~Both are crucial~~ [move elements for moving](#) towards re-integrating the banking system.

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.

~~As regards other policy areas, **structural reforms and fiscal adjustment** can complement each other, thereby improving the outlook for job creation, economic growth and debt sustainability. Past policy action is bearing fruit, in terms of both the unwinding of existing fiscal imbalances and the reduction of current account deficits. In particular, in several countries with particular adjustment needs, contained growth in unit labour costs signals greater price competitiveness and exports are performing better. Governments should build on the progress achieved in fiscal consolidation, strengthen competition in product markets and continue with labour market reforms. This would boost the euro area's growth potential, reduce high structural unemployment and improve the adjustment capacities of the euro area countries.~~

~~While the accommodative monetary policy stance will continue to support the recovery in the euro area, it is essential that **fiscal and structural policies** strengthen the prospects for economic growth over the medium term. As regards fiscal policies, the European Commission's 2013 winter forecast reflects progress in reducing fiscal imbalances in the euro area. The euro area-wide general government deficit is expected to have declined from 4.2% of GDP in 2011 to 3.5% of GDP in 2012 and is projected to be reduced further to 2.8% of GDP this year. Governments should build on this progress with a view to further restoring confidence in the sustainability of public finances. At the same time, fiscal consolidation must be part of a comprehensive structural reform agenda to improve the outlook for job creation, economic growth and debt sustainability. In the view of the Governing Council, it is of particular importance at this juncture to address the current high long-term and youth unemployment. To this end, further product and labour market reforms are needed to create new job opportunities by supporting a dynamic, flexible and competitive economic environment.~~

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 / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.