



# ECB Watch

Próxima reunión: 6 de agosto de 2009

30 de julio de 2009

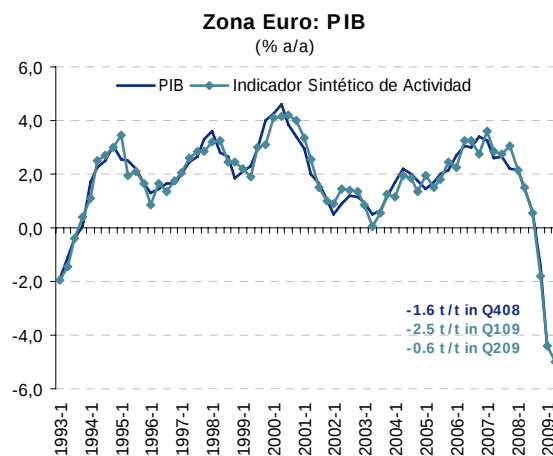
## En compás de espera

- **Prevedemos que el BCE mantendrá sin cambios los tipos de interés de referencia, dejándolos en el 1%, en su próxima reunión del 6 de agosto.** Estas previsiones son compartidas por los mercados y por todos los analistas.
- En cuanto a la **actividad económica**, los datos reales de mayo demuestran que mantiene su debilidad, aunque sigue siendo claro que la contracción del segundo trimestre será mucho menor que el desalentador -2,5% del primero. En este momento prevemos un retroceso del PIB de aproximadamente el -0,6% t/t, o quizá un poco mayor. Los indicadores PMI de julio repuntaron y ahora se sitúan en próximos al territorio del crecimiento, lo cual coincide con nuestras previsiones de ligero aumento positivo en el 3T09 en la zona euro. Los indicadores reales siguen siendo mucho más vacilantes.
- Los **precios al consumo** subieron en junio un 0,2% m/m, manteniendo la tasa de inflación anual en el -0,1%. Por su parte, la inflación subyacente cayó desde el 1,5% al 1,3%, acumulando una caída de un punto desde el máximo alcanzado un año atrás. De cara al futuro, prevemos que la inflación anual —tanto la subyacente como la general— retrocederá en julio hasta el 1,2% y el -0,5%, respectivamente. Respecto a la dinámica a corto plazo, la inflación general debería repuntar ligeramente a partir de agosto tras tocar fondo el mes que viene. No obstante, la tasa anual de crecimiento seguirá negativa hasta casi finales de año. En cuanto 2009 en general, esperamos que la inflación general y subyacente se sitúen en el 0,2% y el 1,2%, respectivamente. La inflación posiblemente se mantendrá débil en 2010 debido al muy negativo diferencial de producción, lo cual supone un riesgo no desdeñable de deflación.
- Seguimos previendo una gran debilidad de la actividad económica en la zona euro este año y el siguiente, con una ligera recuperación en el segundo semestre de 2009 gracias a los estímulos fiscales (que tardarán algún tiempo en hacerse notar), pero con un crecimiento medio negativo en 2010. Dadas estas perspectivas, sumadas a tasas de inflación muy bajas, lo más posible es que los tipos oficiales vuelvan a recortarse. Hasta el momento, nuestras previsiones apuntaban a un recorte de 25 pb inmediatamente después del verano, y un segundo a principios de 2010. No obstante, ahora nos resulta evidente de que el BCE no está por la labor de hacerlo próximamente y **hemos cambiado nuestro pronóstico por un único recorte de -50 pb en diciembre**, coincidiendo con la publicación de nuevas proyecciones. El riesgo de que los tipos se mantengan estables es evidente, y la incertidumbre en cuanto al momento es muy grande. No obstante, mantenemos la reducción de los tipos como escenario de referencia.

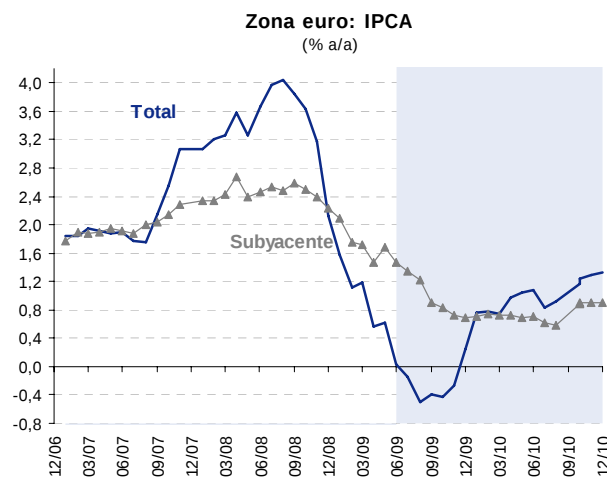
Agustín García Serrador  
[agustin.garcia@grupobbva.com](mailto:agustin.garcia@grupobbva.com)

Miguel Jiménez  
[mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

Elvira Prades  
[elvira.prades@grupobbva.com](mailto:elvira.prades@grupobbva.com)



Fuente: Eurostat y SEE BBVA



Fuente: Comisión Europea y SEE BBVA

## Recuadro 1: Indicadores económicos

|                                               |       | 2008 | abr-09 | may-09 | jun-09 | jul-09 | Repercusión sobre los tipos * |
|-----------------------------------------------|-------|------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------|
| Zona euro- PMI Manufactura                    | Obs.  | 46,5 | 36,8   | 40,7   | 42,4   | 46,0   |                               |
|                                               | Cons. |      | 36,7   | 40,5   | 42,4   | 43,5   |                               |
| Zona euro- PMI Servicios                      | Obs.  | 48,5 | 43,8   | 44,8   | 44,7   | 45,6   |                               |
|                                               | Cons. |      | 43,1   | 44,7   | 44,5   | 45,1   |                               |
| Zona euro- Indicador de Sentimiento Económico | Obs.  | 91,1 | 67,3   | 70,2   | --     | --     |                               |
|                                               | Cons. |      |        |        |        |        |                               |
| Zona euro- Producción Industrial m/m          | Obs.  | -1,1 | -1,4   | 0,5    | --     | --     |                               |
|                                               | Cons. |      | -0,4   | 1,5    | --     | --     |                               |
| Alemania - Ventas minoristas a/a              | Obs.  | -0,5 | -0,8   | -2,9   | --     | --     |                               |
|                                               | Cons. |      | -0,3   | -1,6   | --     | --     |                               |
| Alemania - IFO Clima empresarial a/a          | Obs.  | 96,8 | 83,8   | 84,3   | 85,9   | 87,3   |                               |
|                                               | Cons. |      | 82,3   | 85,0   | 85,0   | 86,5   |                               |
| Zona euro - IPCA a/a                          | Obs.  | 3,3  | 0,6    | 0,0    | -0,1   |        |                               |
|                                               | Cons. |      | 0,6    | 0,0    | -0,1   |        |                               |
| Zona euro - M3 a/a                            | Obs.  | 9,5  | 4,9    | 3,7    | 3,5    |        |                               |
|                                               | Cons. |      | 4,5    | 4,6    | 4,0    |        |                               |
| Zona euro - Crédito al Sector Privado a/a     | Obs.  | 9,3  | 2,3    | 1,8    | 1,5    |        |                               |
|                                               |       |      |        |        |        |        |                               |

\* Según BBVA, la dirección en la que estos datos pueden afectar a la política monetaria del BCE

Obs: datos actuales; Cons: previsiones de consenso

## Recuadro 2: Discursos y comentarios de miembros del Consejo de Gobierno del BCE

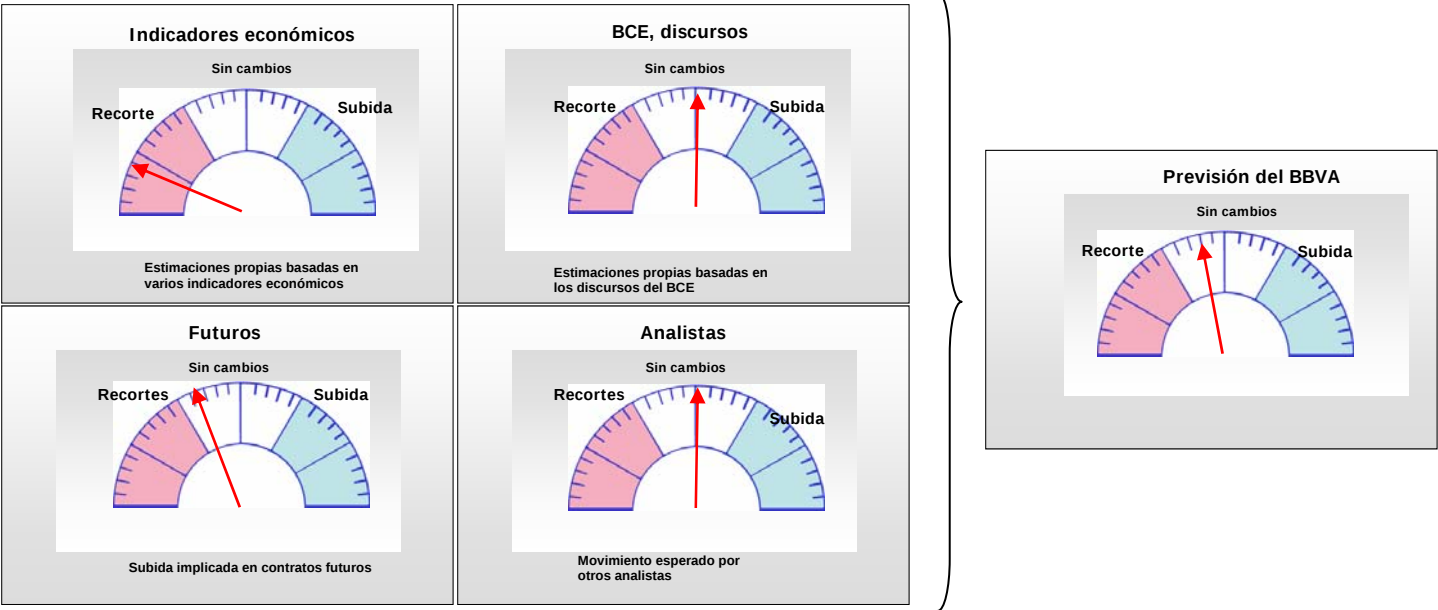
Las comunicaciones desde el BCE parecen haber entrado en período prevacacional, ya que han escaseado las declaraciones de los integrantes de su Consejo de Gobierno. En general, las declaraciones recientes han sido relativamente moderadas, aunque no aportan mucha información acerca de lo que ya sabemos acerca de los debates dentro del BCE.

| Actividad                              |                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                       |                                                                                                                          |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Actividad                              | "A mediados de 2010 podríamos empezar a ver cifras de crecimiento positivas en Europa". (González-Páramo)                                                      | "Por primera vez en mucho tiempo, en las últimas semanas han mejorado las perspectivas de la economía global". (Nowotny)                                           | "En cuanto a las perspectivas para 2010, prevemos una recuperación gradual tras un período de estabilización". (Orphanides)                                   | "Creemos que la actividad empresarial experimentará un retroceso mucho menor en el segundo trimestre, y que seguirá mejorando en el tercero". (Noyer) | La contracción económica se está moderando, aunque no se espera crecimiento hasta mediados de 2010                       |
| Inflación                              | "El riesgo de deflación no se ha manifestado". (Trichet)                                                                                                       | "La caída de las tasas de inflación anuales refleja sobre todo efectos temporales". (Trichet)                                                                      |                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                       | Tipos de inflación negativos durante algunos meses. Reconocen que los riesgos de deflación han aumentado.                |
| Tipos de interés                       | "Hay que cuestionarse los efectos adicionales de nuevos recortes de tipos siendo que actualmente su nivel es bajo". (Mersch)                                   | "Los tipos deberían aumentarse solamente cuando haya indicios claros de que ha comenzado una recuperación sostenida". (Hurley)                                     | "No hemos decidido que el tipo actual será el más bajo que lleguemos ya que continuamente es necesario analizar los nuevos datos que van llegando". (Trichet) | Los tipos de interés son adecuados". (Constancio)                                                                                                     | Sin compromiso en ninguna postura.                                                                                       |
| Políticas monetarias no convencionales | "La política monetaria cambiará de orientación en cuanto comiencen a aparecer riesgos alcistas que afecten a la estabilidad de los precios". (González-Páramo) | Acerca de nuevas medidas no convencionales: "Todo depende. Por el momento, no. Hemos dicho que tenemos que seguir vigilantes a lo que ocurra". (Fernández Ordóñez) | "El BCE tiene una clara estrategia de salida, pero ahora no es el momento". (Nowotny)                                                                         |                                                                                                                                                       | Se está debatiendo la estrategia de salida para drenar el exceso de liquidez, pero todavía es pronto para implementarla. |

Recuadro 3: Punto de vista del mercado

|        | 3m euribor<br>Futuros | 1m Eonia<br>Futuros |
|--------|-----------------------|---------------------|
| jul-09 |                       | 0.355               |
| ago-09 | 0.880                 | 0.410               |
| sep-09 | 0.880                 | 0.480               |
| dic-09 | 1.035                 | 0.575               |
| mar-10 | 1.220                 | 0.825               |

Barómetro-BCE para la reunión del Consejo de gobierno del 6 de agosto



**Previsión del BBVA**

Sin cambios

Recorte Subida