



# ECB Watch

Próxima reunión: 4 de febrero de 2010

3 de febrero de 2010

## A la espera de la reunión de marzo

- No esperamos muchas noticias en la próxima reunión del Consejo del BCE, el 4 de febrero. Mantendrá el tipo de referencia en el 1% y no hablará mucho de los futuros aumentos de tipos ni de la estrategia de salida. Se trata de una reunión de transición hacia la que se celebrará en marzo, cuando el BCE deberá indicar durante cuánto tiempo prolongará las subastas de liquidez ilimitada a tipos fijos, y en la que también actualizará sus previsiones.
- Los datos económicos publicados desde la última reunión (muy reciente, por cierto: el 14 de enero) refleja solamente ciertos matices. **En cuanto a la actividad**, el significativo incremento de nuevos pedidos industriales y de la producción industrial de la zona euro en noviembre sigue siendo consistente con un crecimiento trimestral positivo en el 4T09, similar al observado el trimestre precedente (+0,4% t/t, aunque esperábamos un 0,5%). No obstante, hay ciertos riesgos a la baja que se reflejan tanto en el comercio (las exportaciones de noviembre fueron negativas por segundo mes consecutivos) como en las cifras de los PIB nacionales (el PIB alemán del 4T09 podría haberse estancado), lo cual sugiere que la recuperación podría estar desacelerándose. Los datos de confianza volvieron a mejorar en enero, aunque a un ritmo más lento, lo cual coincide con nuestras previsiones de que la recuperación económica perdería impulso en el 1T10, aunque el crecimiento seguiría siendo positivo. El deterioro del mercado de trabajo (la tasa de paro creció en diciembre hasta el 10%, frente al 9,9% de noviembre) ha afectado negativamente a la confianza de los consumidores. Por consiguiente, es muy probable que el consumo privado siga débil y que las tasas de ahorro se mantengan en niveles altos (15,8% en el 3T09).
- En cuanto al **crédito**, en diciembre se mantuvo la divergencia entre los créditos a las familias y a las empresas no financieras. Los créditos a las familias volvieron a aumentar, impulsados por las hipotecas, pero los otorgados a las empresas no financieras volvieron a retroceder a nivel intermensual y ahora se sitúan en el -2% a/a (véase el gráfico). La evolución retardada de los créditos a las empresas (retardo similar al de ciclos pasados) que el BCE esperaba todavía no ha llegado. Además, la **encuesta de créditos bancarios** del 4T, publicada el viernes pasado, apunta a una nueva restricción neta de las condiciones de concesión de créditos en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que durante el trimestre precedente. De cara al futuro, los bancos prevén que seguirán restringiéndose las normas de los créditos a empresas, aunque se reducirán en los préstamos a las familias. En cuanto a respuestas a la demanda de créditos, las de los préstamos a empresas se mantuvieron por tercer trimestre consecutivo.

Miguel Jiménez

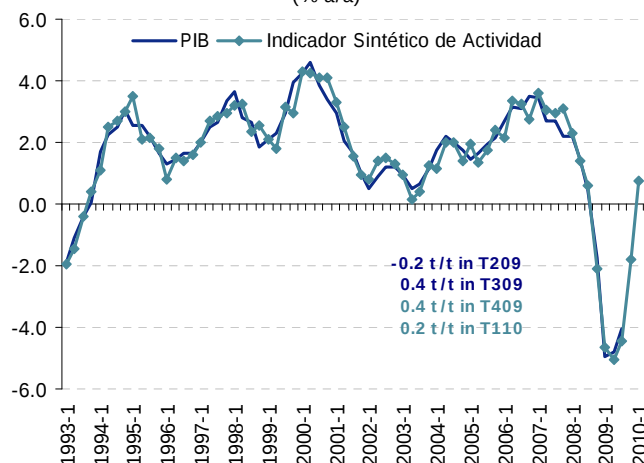
[mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

Agustín García Serrador

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

### Zona Euro: PIB

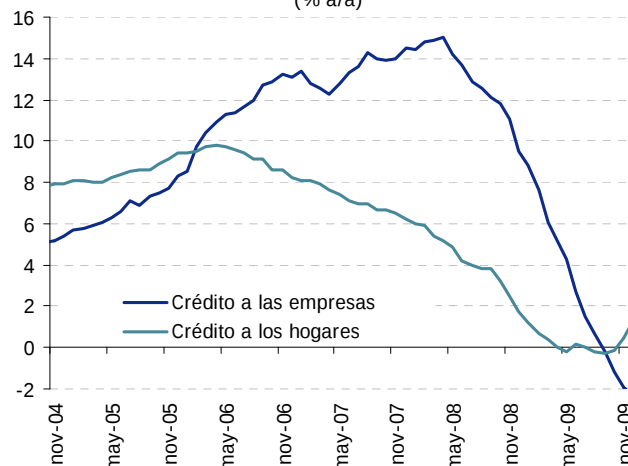
(% a/a)



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

### Zona Euro: Crédito al sector privado

(% a/a)



Fuente: BCE

- En cuanto a la **inflación**, la tasa anual aumentó en 0,1 puntos hasta situarse en enero en el 1% a/a, cifra inferior a la prevista, posiblemente como consecuencia del mayor efecto de las rebajas y de las nuevas ponderaciones de los componentes que se implementan habitualmente en enero de cada año. Esta cifra apunta a que la inflación subyacente posiblemente se haya reducido ligeramente en enero (nuestras previsiones eran que se mantendría estable en el 1,1%). En general, seguimos considerando que la inflación se mantendrá en niveles claramente por debajo del objetivo del BCE en los próximos meses, dado que la recuperación de la actividad será lenta, y el output gap grande.
- Las **declaraciones de los miembros del BCE** desde la reunión del 14 de enero no han aportado indicios sobre el futuro de la política monetaria, aunque sí de sus percepciones en cuanto a las perspectivas en materia de inflación y actividad, incluso con las habituales discrepancias entre halcones y palomas. Es evidente que la inflación no es algo que vaya a preocuparles durante algún tiempo: “no existen indicios de que la abundancia de liquidez vaya a suponer riesgos para la estabilidad de los precios” (el “halcón” Jürgen Stark). Las opiniones en materia de recuperación siguen siendo muy cautas, con referencias a un primer semestre de 2010 flojo, con una alta tasa de paro, y con una sensación generalizada de incertidumbre sobre cómo será la recuperación. No obstante, existe menos unanimidad en lo que respecta a la retirada de las inyecciones de liquidez: “nos encontramos en un proceso de normalización progresiva de nuestro marco de operaciones de refinanciación en el curso del año” (Axel Weber); el banco retirará gradualmente sus medidas de emergencia “de manera muy cuidadosa” para garantizar que la salida no provoque nuevas distorsiones en los mercados financieros (Ewald Nowotny).
- La mayoría de las noticias del mes pasado estuvieron centradas en la **evolución de la crisis financiera griega** y en su posible contagio a otros países de la zona euro. Sobre este particular, seguimos pensando que, a pesar de la dureza de las declaraciones del BCE sobre la necesidad de un ajuste en Grecia, es muy probable que la percibida fragilidad de la situación fiscal afecte a la velocidad de ajuste de la política monetaria hacia una situación más restrictiva, aunque no esperamos declaraciones más suaves de Jean-Claude Trichet. En todo caso, considerando las recientes noticias del respaldo de la CE al plan de consolidación griego (y sobre un eventual rescate por parte de la UE), el tono de las declaraciones podría endurecerse todavía más en lo que respecta a los necesarios ajustes para evitar que los griegos se relajen. Además, la reciente debilidad del euro (vinculada a la crisis griega) podría tener repercusiones directas sobre la inflación y las perspectivas de actividad. Y, por consiguiente, en el ritmo de salida de las políticas monetarias.
- **En resumen, la reunión de mañana no aportará muchas novedades. Esperamos que continúe el tono de cautela, que no haya respuestas directas a los interrogantes en materia monetaria y que sigan las iniciativas para persuadir al gobierno griego que materialice sus planes fiscales en medidas concretas.**

## Recuadro 1: Indicadores económicos

|                                               |       |  | 2008 | oct-09 | nov-09 | dic-09 | ene-10 | Repercusión sobre tipos *                                                           |
|-----------------------------------------------|-------|--|------|--------|--------|--------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Zona euro- PMI Manufactura                    | Obs.  |  | 46.5 | 50.7   | 51.2   | 51.6   | 52.4   |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      | 50.1   | 51.3   | 51.4   | 51.8   |                                                                                     |
| Zona euro- PMI Servicios                      | Obs.  |  | 48.5 | 52.6   | 53.0   | 53.6   | 52.3   |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      | 51.3   | 52.6   | 53.2   | 54.1   |                                                                                     |
| Zona euro- Indicador de Sentimiento Económico | Obs.  |  | 93.5 | 89.6   | 91.9   | 94.1   | 95.7   |  |
|                                               | Cons. |  |      |        |        |        |        |                                                                                     |
| Zona euro- Producción Industrial m/m          | Obs.  |  | -1.7 | -0.3   | 1.1    |        |        |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      | -0.7   | 1.0    |        |        |                                                                                     |
| Alemania - Ventas minoristas a/a              | Obs.  |  | -0.1 | -0.8   | -2.5   |        |        |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      | -1.9   | -1.7   |        |        |                                                                                     |
| Alemania - IFO Clima empresarial a/a          | Obs.  |  | 96.8 | 92.0   | 93.8   | 94.6   | 95.8   |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      | 92.0   | 92.5   | 94.5   | 95.1   |                                                                                     |
| Zona euro - IPCA a/a                          | Obs.  |  | 3.3  | -0.1   | 0.5    | 0.9    | 1.0**  |  |
|                                               | Cons. |  |      | -0.1   | 0.5    | 0.9    | 1.2    |                                                                                     |
| Zona euro - M3 a/a                            | Obs.  |  | 9.5  | 0.3    | -0.3   | -0.2   |        |  |
|                                               | Cons. |  |      | 0.7    | 0.4    | -0.6   |        |                                                                                     |
| Zona euro - Crédito al Sector Privado a/a     | Obs.  |  | 9.3  | -0.8   | -0.7   | 0.0    |        |                                                                                     |
|                                               | Cons. |  |      |        |        |        |        |                                                                                     |

\* Según BBVA, la dirección en la que estos datos pueden afectar a la política monetaria del BCE \*\*Estimación flash  
Obs: datos actuales; Cons: previsiones de consenso

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

Los consejeros del BCE siguen siendo prudentes respecto a la recuperación económica en la zona euro. Prosigue la dureza al hablar sobre temas fiscales, siguiendo la línea similar planteada en la anterior conferencia de prensa del Consejo.

| Actividad                              | Discursos y comentarios                                                                                                                                               | Discursos y comentarios                                                                                                                                                                            | Discursos y comentarios                                                                                                                                                                                                                    | Discursos y comentarios                                                                                                                                                                                                                                   | Discursos y comentarios                                                                                                                   |
|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Actividad                              | "Es probable que el primer semestre sea más apagado que el 2S09. Pero ello no es necesariamente indicio de un nuevo retroceso, o recesión secundaria". <b>(Stark)</b> | "La recuperación de la zona euro marchará por un camino lleno de altibajos, aunque la dinámica subyacente sigue intacta". <b>(Weber)</b>                                                           | "Para 2010 prevemos un crecimiento moderado en la zona euro, y posiblemente una recuperación desigual". <b>(Stark)</b>                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                           | El tono sigue siendo relativamente moderado, considerando la naturaleza temporal de algunos factores que impulsan la tímida recuperación. |
| Inflación                              | "El BCE no prevé perspectivas inflacionistas ni deflacionistas". <b>(Nowotny)</b>                                                                                     | "No existen indicios visibles de riesgos para la estabilidad de los precios". <b>(Stark)</b>                                                                                                       | "La inflación de este año se situará en una media del 1,5%, con una aceleración positiva hacia finales del ejercicio, de entre el 1,8% y el 1,9%, como consecuencia de los efectos base". <b>(Weber)</b>                                   | "Preveo que, a corto plazo, la inflación se mantendrá en torno al 1%. De cara al futuro, creemos que se mantendrá moderada en el horizonte relevante para nuestras políticas. Los costes y la demanda salarial se mantendrán moderados". <b>(Trichet)</b> | Las cifras de la inflación serán positivas, aunque moderadas, en el horizonte de tiempo relevante de la política monetaria                |
| Política fiscal                        | "Los déficits presupuestarios de la zona euro deben reducirse puntualmente para mantener la confianza en las finanzas públicas". <b>(Trichet)</b>                     | "Los mercados financieros están empezando a mostrar cierta preocupación por la situación fiscal, por lo cual es urgente que los gobiernos ordenen las finanzas públicas". <b>(González-Páramo)</b> | Llamada a Grecia a iniciar un "giro fundamental de su política económica y un exhaustivo programa de consolidación". <b>(Stark)</b>                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                           | Discurso duro en temas fiscales. Énfasis en la necesidad de consolidación fiscal.                                                         |
| Políticas monetarias no convencionales | "En general, el BCE debería tender a volver a la normalidad en cuanto las condiciones existentes lo permitan". <b>(Stark)</b>                                         | Tras el final del primer trimestre, "hablaremos de volver al proceso de subastas en las operaciones de financiación con vencimiento a mayor plazo". <b>(Weber)</b>                                 | "El BCE ha dejado claro que, en el pasado, toda decisión —incluso las relativas a la salida— estará vinculada a las condiciones económicas subyacentes, y en particular al resurgimiento de las presiones inflacionarias". <b>(Smaghi)</b> | "El Consejo de Gobierno también continuará implantando la retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean necesarias en la misma medida que en el pasado". <b>(Trichet)</b>                                                       | El BCE inició la retirada de liquidez anunciando que las próximas subastas a 6 y 12 meses serán las últimas con las condiciones actuales. |

### Recuadro 3: Punto de vista del mercado

|        | 3m euribor<br>Futuros | 1m Eonia<br>Futuros |
|--------|-----------------------|---------------------|
| feb-10 |                       | 0.355               |
| mar-10 | 0.685                 | 0.370               |
| jun-10 | 0.950                 | 0.475               |
| sep-10 | 1.235                 | 0.870               |
| dic-10 | 1.505                 | 1.075               |