Servicio de Estudios Económicos

BBVA

ECB Watch

Reunión: 8 de mayo de 2010
Próxima reunión: 10 de junio de 2010

Ni medidas expansivas, ni pistas

- **El BCE no adopta nuevas medidas expansivas, ni da señales que vaya a hacerlo en el futuro**
- **El lenguaje en materia de inflación y actividad refleja más firmeza, aunque sigue siendo cauto**
- **El BCE quiere que los tipos de las subastas a 3 meses se acerquen al tipo de interés de referencia**
- **La quiebra de Grecia está descartada; sin comentarios en materia de contagio a otros países periféricos**

Aparte de las explicaciones de por qué el BCE relajó las normas de colateral para Grecia, el interés en la reunión de hoy estuvo centrado en eventuales indicios de que el BCE estaba dispuesto a adoptar nuevas medidas de flexibilización, considerando la situación de los mercados de deuda soberana en Europa. Aunque los comentarios de los dos últimos días sobre la probabilidad de nuevas medidas (compra de bonos, vuelta a las subastas de cobertura total en la financiación a largo plazo o ampliación de la relajación de las normas de colateral a otros países) parecían prematuros, se esperaban indicios de que el BCE estuviera preparado para adoptar tales medidas en el futuro. No obstante, dichos indicios no se vieron. En su lugar, el tono del lenguaje ha cambiado en cierta medida para reflejar más optimismo en cuanto a la actividad económica y al reconocimiento de las sorpresas al alza en la inflación durante los dos últimos meses, aunque sin llegar a ser del todo hawkish. Como resultado, la reacción del mercado ha sido negativa.

Actividad: El BCE ve señales de mejoría, en especial en el segundo trimestre del año ("parece estarse registrando cierta mejora durante la primavera"), aunque reconociendo que los resultados del primero serán flojos ("nada halagüeño"), en parte debido a las condiciones meteorológicas. Sin embargo, el entorno es de "alta incertidumbre", en lugar de "incertidumbre" a secas, tanto en la declaración como en las conclusiones.

Inflación: Un nuevo comentario en la declaración afirma que las presiones inflacionistas globales empujadas por los precios extranjeros todavía están siendo contrarrestadas por las bajas presiones de los precios domésticos. También escuchamos una nueva frase que señala que "la firme consolidación de las expectativas de inflación sigue siendo esencial", y que "la política monetaria hará todo lo necesario para mantener la estabilidad de los precios…". El tono parece más duro que el de declaraciones anteriores, aunque "las presiones de inflación a medio plazo siguen moderadas". La mención a "hacer todo lo necesario" posiblemente responda a la inquietud por el hecho de que la reciente relajación de las normas de colateral para Grecia supone una relajación en la lucha contra la inflación, como lo manifestó en una de las preguntas planteadas a Jean-Claude Trichet durante la conferencia de prensa.

Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

Agregados monetarios: A pesar del retroceso de los préstamos al sector privado en marzo, “los datos de los últimos meses apuntan a una posible interrupción de la tendencia a la baja del crecimiento anual del crédito”. Ya se verá.

Reglas sobre el colateral: Trichet hizo una cuidadosa defensa de las nuevas reglas de colateral aplicadas a Grecia: porque habían pedido a Atenas que aprobase el duro plan de ajuste, porque la Comisión pidió al BCE que validase dicho programa, y porque los gobiernos preguntaron si era acertado aprobar el rescate de Grecia. Y como en los tres casos, la respuesta positiva del Consejo de Gobierno de la entidad fue unánime, se consideró congruente aceptar todos los títulos griegos. Aunque la causalidad no termina de quedarnos clara, en nuestra opinión la decisión ha sido correcta. No obstante, se trata de una decisión adoptada por “abrumadora mayoría” (es decir, no por unanimidad). También dejó claro que dichas medidas eran para Grecia y solamente para Grecia, cerrando la puerta (por el momento) a su extensión a otros países, lo que hubiese sido difícil de justificar considerando la concienzuda explicación de la adopción de las mismas para el caso de Grecia.

Compras de bonos: Trichet no quiso hacer comentarios sobre el particular. El tema no se trató en la reunión (destacó que en la celebrada en marzo no se había tomado ninguna decisión al respecto). Si juntamos esto con las declaraciones de ayer de Axel Weber en contra de dichas compras, se trata claramente de un signo hawkish.

Medidas de liquidez: Preguntado si se estaba pensando en volver a las subastas de cobertura total, Trichet destacó que la medida sigue aplicándose en operaciones semanales. También hizo el interesante comentario de que no se pretende que los tipos de interés de las operaciones a 3 meses sea mucho mayor que el 1% oficial, lo cual sugiere que el BCE estaría dispuesto a intervenir de alguna manera si no fuese así.

Quiebra descartada: Trichet fue preguntado varias veces acerca de la posibilidad de una reestructuración ordenada de la deuda griega, y otras tantas respondió que eso quedaba descartado.

Préstamos preferentes a Grecia: Trichet dijo que la cuestión de si los créditos de rescate a Grecia son preferentes con respecto a deuda anterior dependerá de las autoridades nacionales.

Contagio a otros países y políticas fiscales: Muchos periodistas, algunos de ellos portugueses, preguntaron a Trichet su opinión acerca de la situación de Portugal, España y el contagio en general. En cada ocasión evitó expresar su punto de vista, aparte de decir que España y Portugal no son Grecia, repitiendo que el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento era fundamental para evitar problemas. Asimismo, volvió a defender con ahínco el PEC, recordando que en 2004 muchas autoridades europeas lo atacaban y que el BCE era una de las pocas voces que salió en su defensa. En la declaración también oímos un comentario afirmando que “la corrección de los grandes desequilibrios fiscales va a requerir, en general, intensificar las iniciativas actuales”. Aunque expresada con suavidad, también detectamos un tono hawkish en la declaración.

Agencias de calificación: También fue recurrente la pregunta sobre la eventual constitución de una agencia pública, a lo cual Trichet repuso que se trataba de un tema abierto sujeto a una solución global y coordinada.

Competitividad: En lo que respecta a las medidas estructurales, en la declaración encontramos una nueva referencia a las medidas susceptibles de ayudar a los países a hacer frente a los problemas de competitividad, mencionándose los sistemas de negociación de salarios. Se trata de algo significativo, considerando que gran parte de la mala prensa de los países periféricos de Europa tiene que ver con la falta de competitividad y con los desequilibrios del intercambio exterior (aunque somos de la opinión de que, en los últimos años, en algunos de estos países dichos desequilibrios tienen que ver más con un exceso de demanda que con la competitividad, considerando las pérdidas de cuotas de mercado de exportación durante la pasada década).

Reacción de los mercados

La conferencia de prensa, sin ninguna duda, no contribuyó a aliviar las tensiones de los mercados globales. Durante el turno de preguntas surgió el tema de la rentabilidad de la deuda pública europea, mientras que los mercados bursátiles cayeron poco después de recuperarse en las primeras transacciones de la mañana. También el euro cayó abruptamente: al final de la conferencia de prensa cotizaba a 1,26$.

En resumen, los mercados europeos de renta fija registraron hoy grandes pérdidas, con Grecia a la cabeza, después de que la rentabilidad de los bonos a 2 años saltase 145pb hasta situarse en el 16,2%. No obstante, otros bonos soberanos fueron arrastrados por la corriente. Al final de la sesión, los bonos irlandeses a 2 años habían subido 78pb hasta el 4,32%, mientras que los de Portugal hicieron lo propio en 22pb, situándose en el 5,6%.

También las bolsas europeas experimentaron grandes pérdidas: el índice Eurostoxx 50 retrocedió en torno al 2,5%, en tanto que el Ibex 35 cayó casi un 3%. No obstante, finalmente fue el euro el gran perdedor de la turbulenta sesión, ya que rompió el suelo de 1,27$ y se cotizaba a 1,266$ en Nueva York.

En resumen

En general, en la reunión de hoy no escuchamos novedades acerca de nuevas medidas de flexibilización. Nos hubiese sorprendido que el BCE reaccionase tan temprano, aunque nos hubiese gustado un tono más suave en las palabras de Trichet. En su lugar, en materia de actividad económica y de inflación detectamos un incipiente lenguaje susceptible de conllevar medidas en la dirección opuesta. La reacción de los mercados y la probable continuidad de las tensiones en las próximas semanas podrían obligar al BCE a cambiar de rumbo. Lo que no nos quedó claro es si el BCE todavía no desea manifestar que está preparado para actuar o si existe una fuerte oposición a nuevas medidas de flexibilización dentro del Consejo de Gobierno.

Cuadro: Declaraciones del BCE

	4 de febrero	4 de marzo	8 de abril	6 de mayo	Comentarios finales*
Postura en cuanto a política monetaria	**Los tipos siguen siendo apropiados**. A principios de marzo, el **Consejo de Gobierno adoptará decisiones sobre la continuidad de la implementación de la retirada gradual** de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean necesarias en la misma medida que en el pasado.	**Los tipos siguen siendo apropiados**. El CG ha decidido **seguir aplicando OPF y operaciones de financiación a un mes** como **procedimientos de licitación con tipo fijo y cobertura total durante el tiempo que sea necesario**. Las operaciones a tres meses de financiación a largo plazo volverán a los procedimientos de licitación de tipo variable en abril.	**Los tipos siguen siendo apropiados**. El CG decidió **mantener los umbrales mínimos de crédito para los activos de la estructura de colaterales** en el nivel de grado de inversión **después de finales de 2010**.	**Los tipos siguen siendo apropiados.** El BCE decidió suspender la aplicación del umbral de calificación crediticia mínima en los requisitos para la aceptación de colateral para Grecia.	**Los tipos siguen siendo apropiados. Los cambios en las normas de colateral solamente afectarán a Grecia.**
Crecimiento	Los datos recientes confirman que la actividad económica continuará expandiéndose hasta aproximadamente el cierre del año. **Se prevé que la economía de la zona euro crecerá a un ritmo moderado en 2010**, y que el proceso de recuperación será probablemente desigual y estará sujeto a incertidumbres.	Los indicadores disponibles sugieren que la recuperación económica en la zona euro está en marcha, pese a que seguramente no será heterogénea. **El crecimiento del PIB seguirá siendo moderado en 2010**, debido al proceso continuado de los ajustes de balances, a la expectativa de que la baja capacidad de utilización podría reducir la inversión y a que el consumo decrece por la mala perspectiva del mercado laboral.	También los indicadores disponibles han **confirmado que la recuperación económica en la zona euro ha continuado en los primeros meses de 2010**, o que indica que **previsiblemente la economía va a expandirse a un ritmo moderado en 2010**, debido al continuo proceso de ajuste de balances y a las previsiones de que la baja utilización de la capacidad absorberá las inversiones, y de que el consumo se mantendrá retraído como consecuencia de las perspectivas del mercado de trabajo.	Los recientes datos económicos sustentan la opinión de que **la recuperación económica continuará en 2010,** manteniéndose las previsiones de que **la economía se expandirá a un ritmo moderado durante el año**. Posiblemente el crecimiento del PIB haya sido plano en el 1T, aunque avanzará en el 2T. La actual recuperación a nivel global y sus repercusiones en la demanda de exportaciones de la zona euro están llamadas a reforzar la economía de la región.	**La recuperación continúa, aunque a ritmo desigual. Los riesgos están equilibrados.**
Inflación	Se prevé que la inflación **se sitúe en el 1% a corto plazo** y que se mantenga **moderada en el horizonte de la política**, en línea con la lenta recuperación de la demanda.	Se prevé que la inflación **se sitúe en el 1% a corto plazo** y que se mantenga **moderada en el horizonte de la política**, en línea con la lenta recuperación de la demanda.	Se prevé que **la inflación continuará siendo moderada en el horizonte de tiempo relevante de la política**.	**Las presiones inflacionistas globales** —empujadas sobre todo por los precios de las materias primas y por el rápido crecimiento económico de algunas regiones— todavía están siendo **contrarrestadas por las bajas presiones de los precios locales**. **Se prevé que la inflación continuará siendo moderada en el horizonte de tiempo relevante de la política**.	**Las tasas de inflación se mantendrán muy por debajo del 2% en 2010. Las expectativas de inflación se mantienen firmes**
Riesgos	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales.**	**Equilibrados en líneas generales.**
Análisis monetario	El análisis monetario continúa respaldando nuestra previsión de una desaceleración moderada del ritmo de expansión monetaria subyacente, y una disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo. **El crecimiento de la M3 y del crédito se mantendrá flojo en los próximos tiempos**.	Los análisis monetarios confirmaron un crecimiento monetario débil continuado y, por ende, las presiones inflacionarias son bajas. **El crecimiento de la M3 y del crédito se mantendrá flojo en los próximos tiempos**.	El análisis monetario confirma la evaluación **de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado** por lo que las presiones inflacionarias a medio plazo serán bajas. Los **flujos de créditos a las empresas en febrero** por primera vez desde agosto de 2009, **aunque seguirán débiles** durante algún tiempo después de que se recupere la actividad económica.	El análisis monetario confirma la evaluación **de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado**, por lo que las presiones inflacionarias a medio plazo se mantendrán contenidas. Aunque la reacción lenta de **los créditos a empresas** a la actividad económica es una característica normal del ciclo económico, los **datos de los últimos meses apuntan a una posible interrupción de la tendencia a la baja observada anteriormente**.	**Poco crecimiento monetario y crediticio. Presiones inflacionistas bajas.**
Evolución	0.00	0.00	0.00	0.00	
Tipo de interés de referencia	1.00	1.00	1.00	1.00	

* Interpretación que BBVA hace de la opinión del BCE según la declaración y la conferencia de prensa

Eventos relevantes antes de la próxima reunión del BCE (10 de junio)

12 de mayo	Producción industrial en la zona euro, marzo
12 de mayo	Estimación preliminar del PIB del 1T10 de la zona euro
18 de mayo	Balanza comercial de la zona euro, marzo
18 de mayo	Inflación en la zona euro, abril
19 de mayo	Producción de la construcción en la zona euro, marzo
21 de mayo	PMI preliminar de la zona del euro, mayo
25 de mayo	Nuevos pedidos industriales en la zona euro, marzo
31 de mayo	Masas monetarias de la zona euro, abril
31 de mayo	Confianza de empresas y consumidores de la zona del euro, mayo
31 de mayo	Estimación preliminar de la inflación de la zona euro, mayo
1 de junio	Desempleo en la zona euro, abril
2 de junio	Precios de la producción industrial de la zona euro, abril
3 de junio	Comercio minorista de la zona euro, abril
4 de junio	Cuentas nacionales de la zona euro, primera publicación, 1T/10