

Europa

ECB Watch

Madrid, 8 de julio de 2010

Análisis económico

Unidad Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenez@grupobbva.com**Agustín García Serrador**

agustin.garcia@grupobbva.com

Elvira Prades Illanes

agustin.garcia@grupobbva.com

Unidad Escenarios Financieros

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Ignacio González-Panizoignacio.gonzalez-
panizo@grupobbva.com

Pocas noticias y centradas en las pruebas de solvencia

- La rueda de prensa ofreció pocas novedades; la más importante fue la declaración de Trichet abogando por la flexibilidad en el uso del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (para recapitalizar bancos)
- Tal y como se esperaba, el BCE no parece preocupado por la leve subida del Eonia provocada por la retirada de liquidez, y señaló que no supone un mensaje implícito sobre el signo de la política monetaria
- El BCE sigue reacio a mostrar un mayor compromiso en su programa de compra de bonos

La declaración del BCE fue muy similar a la del mes pasado. Las cuestiones sobre liquidez, que a priori parecían ser el asunto más importante de la rueda de prensa, se vieron desplazadas por el interés por las pruebas de solvencia.

Pruebas de solvencia: Como es normal, Trichet no ha querido dar detalles sobre las pruebas de solvencia, ya que son competencia del CEBS (Comité Europeo de Supervisores Bancarios). Sin embargo, el BCE mostró su agrado por la transparencia que supone la publicación de los resultados banco por banco. La noticia más relevante, a nuestro entender, fue la demanda de flexibilidad que hizo Trichet al referirse al uso del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF). Creemos que es una señal para que el FEEF pueda usarse en la recapitalización de los bancos, lo que consideramos una buena alternativa. Los resultados de las pruebas de solvencia se publicarán el próximo 23 de julio. El BCE ha estado varios meses recordando a los bancos que deben reforzar sus bases de capital.

Medidas de liquidez: Trichet hizo hincapié en que la subida del Eonia tras la reducción de liquidez no es una señal de modificación de su política monetaria. Además, la lectura de los problemas de liquidez nos parece correcta: se ha producido una reducción neta de la liquidez por una cuantía que razonablemente podría estimarse en torno a los 240.000 millones de euros. Por último, y como se esperaba, no se ha producido anuncio alguno sobre nuevas subastas a largo plazo. Trichet manifestó además que “por el momento nos parecen adecuadas” las actuales operaciones de cobertura total (con vencimiento a 3 meses). El aumento del Eonia ha sido moderado, por lo que el BCE consideró que no había necesidad de hacer ningún anuncio hoy. En general, esto sugiere que el BCE podría tolerar un moderado aumento del Eonia, en torno al 1%, aunque nuestras proyecciones apuntan a que ello se produciría hacia finales de 2011.

Compras de bonos: Trichet no expuso información más detallada acerca del Programa para la compra de bonos, y no indicó cuándo tiene previsto el BCE darle fin. Se limitó a decir que el BCE no cambió en modo alguno la finalidad del programa, señalando que “el nivel de intervenciones ha ido disminuyendo progresivamente”. Creemos que el mensaje de que hay menos necesidad de intervenciones no es del todo verídico. En las últimas semanas, el BCE ha estado operando en un entorno de mínimos, por lo que es poco probable que a los inversores fuese a sorprenderles este anuncio. No obstante, hubiese sido preferible explicar más claramente que el BCE mantiene un sólido compromiso de adquirir más bonos si fuese necesario. Es verdad que los participantes del mercado podrían estar empezando a valorar las medidas adoptadas por los gobiernos europeos, aunque no hay nada malo en respaldar este proceso.

La crisis de la deuda europea: Trichet se centró en asegurar el proceso de consolidación fiscal y en la necesidad de una reforma fiscal para evitar situaciones similares en el futuro. En el turno de preguntas y respuestas destacó que no es oportuno incluir un mecanismo de reestructuración ordenada, aunque sería necesaria una vigilancia fiscal independiente tanto para la zona euro como para la UE.

Sobre la actividad: cautos, aunque relativamente optimista. “Seguimos siendo cautos y prudentes”, pero “lo más probable es que el segundo trimestre sea mucho mejor que el primero”. De hecho, nuestras propias proyecciones apuntan a un 0,4% de crecimiento en el 2T, tras el 0,2% del 1T. No obstante, prevemos una cierta desaceleración en el segundo semestre. Además, en el turno de preguntas Trichet destacó la visión excesivamente pesimista de los mercados acerca de la economía de la eurozona cuando se le preguntó acerca de los riesgos de una vuelta a la recesión.

Sobre la inflación: nada nuevo. Los riesgos de inflación a medio plazo son moderados, ya que las presiones sobre los precios internos son bajas. Casi no se ha modificado el texto de la declaración.

Masas monetarias: Trichet señaló que el incremento mensual de créditos a empresas no financieras podría ser una observación aislada, y que son necesarias más observaciones para verificar que se está produciendo una recuperación (con un prolongado retraso, al igual que en ciclos anteriores). Nuestra lectura es similar. Al menos hemos observado un claro freno del deterioro en las series de crecimiento anual.

Reacción de los mercados: La reacción de los mercados fue ligeramente positiva, acorde con la calma que caracterizó a la conferencia de prensa. Durante el turno de preguntas, los ánimos fueron tranquilos si los comparamos con ocasiones anteriores. Las bolsas europeas registraron unos primeros avances de aproximadamente el 0,5%. El ESTX 50 subió hasta un 1%, mientras que en los mercados de bonos la rentabilidad de la deuda pública a corto plazo continuó la tendencia positiva observada en la apertura de la sesión europea. España e Italia retrocedieron 10 y 14 pb, situándose en el 2,7% y el 1,8%, respectivamente. En los mercados de divisas, el euro subió hasta 1,27 \$ desde los 1,266 \$ a los que cotizaba al iniciarse la conferencia de prensa. Ahora se negocia apenas por encima de los 1,265 \$.

En resumen: Tras la reunión de hoy, la posición del BCE sigue siendo cauta. La autoridad supervisora se mantiene a la espera de ver los efectos de los principales eventos de los próximos meses, sobre todo las repercusiones de los resultados de las pruebas de solvencia y la reacción de los estados miembros al uso del FEEF. El BCE está jugando un papel positivo al exigir flexibilidad en la implementación del FEEF. En todo caso, sería deseable complementar esto con una señal de que el BCE mantiene un sólido compromiso de implementar medidas extraordinarias si fuese necesario para calmar a los mercados. En general, prevemos que la política monetaria mantendrá su flexibilidad durante un tiempo, y mantenemos nuestras proyecciones de que el primer aumento de los tipos de interés se producirá a finales de 2011.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, 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 publicación 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 tanto, 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. Debe ser igualmente consciente de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, 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 o de sus filiales 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 filial 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

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 y el resto de entidades de Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".