

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 9 de febrero de 2012
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Javier Amador
javier.amador@bbva.com

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenez@grupobbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

Actitud de espera tanto en lo que se refiere a la política monetaria como a las medidas no convencionales

- El tipo interés de referencia sin cambios; no se dan más pasos en las medidas no convencionales
- Draghi promueve una gran demanda para las operaciones de refinanciación (LTRO) a 3 años, ya que no hay ningún estigma asociado con el uso de estas facilidades
- Parece que el BCE podría participar en el PSI griego siempre que venda sus títulos al FEEF sin pérdidas

Tal como se había previsto, en la reunión sobre política monetaria celebrada hoy el BCE ha dejado el tipo de interés de referencia sin cambios en el 1,0% y no ha adoptado nuevas medidas de liquidez no convencionales. La decisión fue unánime, y no se debatió el recorte de tipos. En general, aunque el tono fue moderado y se mantuvo la tendencia a la flexibilización, fue más positivo. En la declaración se eliminó la palabra "sustancial" de la frase "sustanciales riesgos a la baja para las perspectivas económicas" pues parece que el BCE está un poco más optimista, como se refleja en la frase "posibles indicios de estabilización de la actividad económica hacia finales de año"¹. Los riesgos de inflación a medio plazo siguen "equilibrados en líneas generales" y "las presiones sobre los precios subyacentes deberían seguir siendo limitadas". En lo que respecta al análisis monetario, cada vez hay más inquietud acerca de la evolución del crédito, tanto el de los hogares como, en particular, el del sector corporativo no financiero. Así pues, a corto plazo lo más probable es que el BCE se mantenga en modo de espera. Ahora no es probable que se efectúe un recorte de los tipos de interés el 8 de marzo. Sin embargo, sigue habiendo probabilidades de que dicho recorte se produzca más adelante.

Con respecto a las medidas no convencionales, Draghi aprovechó la oportunidad para recalcar que no hay estigma alguno en el uso de estas facilidades. Al hacer esa afirmación, Draghi indica que el BCE desea que la demanda de la subasta de operaciones de refinanciación a tres años que tendrá lugar el 29 de febrero sea grande. Con respecto a la mayor relajación de las reglas de colateral, el BCE dio a conocer los detalles de los nuevos colaterales que se aceptarán en febrero para financiar las mencionadas operaciones a tres años. Concretamente, para los siete bancos centrales nacionales que han presentado propuestas pertinentes, el Consejo de gobierno aprobó² medidas específicas nacionales sobre criterios de admisibilidad y medidas de control de riesgos para la aceptación temporal de otros créditos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Draghi dijo que la decisión sobre los cambios en las reglas de colateral no fue unánime, lo que demuestra que parte del Consejo de gobierno se resiste a tomar más riesgos. Draghi afirmó que "las nuevas normas de colateral serán más arriesgadas pero el riesgo se está gestionando muy bien". El nuevo marco de colaterales podría representar una cifra adicional de 600.000-700.000 millones de euros, pero como consecuencia de los rigurosos haircuts, la cuantía de la nueva financiación reduciría esa cantidad en dos tercios (200.000 millones de euros de nueva financiación). También dijo que el BCE revisará la situación de los colaterales dentro de 6 meses.

¹ En el turno de preguntas, Draghi dijo que la estabilización está respaldada ahora por los datos reales (no sólo por los datos de las encuestas como sucedía hace un mes), y que el Consejo de gobierno es menos pesimista que las últimas previsiones del FMI.

² Los detalles sobre estas medidas nacionales específicas estarán disponibles en las páginas web de los respectivos bancos centrales nacionales: Central Bank of Ireland, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Oesterreichische Nationalbank y Banco de Portugal.

En el turno de preguntas, Draghi tachó de “infundados” los rumores sobre la posibilidad de que el BCE acepte pérdidas de sus títulos de deuda griegos (pues sería equivalente a la financiación monetaria, algo que está prohibido en los estatutos del BCE); sin embargo, tuvo cuidado al mismo tiempo de no descartar la posibilidad de que el BCE participe en la reestructuración de la deuda griega al decir que la venta al FEEF de bonos griegos sin pérdidas no es financiación monetaria. Este bien podría ser el caso si se establece un precio de compra medio de aproximadamente el 75% de los títulos del BCE, es decir, Grecia tendría que pagar un 25% menos en el momento del vencimiento

Annex 1: Introductory statement, tracking the changes

Mario Draghi, President of the ECB,
Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB,
Frankfurt am Main, ~~12 January~~ 9 February 2012

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~Let me wish you all a Happy New Year.~~ We will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council, ~~which was also attended by the Commission Vice-President, Mr Rehn.~~

Based on ~~its~~ our regular economic and monetary analyses, ~~the Governing Council~~ we decided ~~today~~ to keep the **key ECB interest rates** unchanged, ~~following the 25 basis point decreases on 3 November and 8 December 2011.~~ The information that has become available since ~~early December~~ mid-January broadly confirms our previous assessment. Inflation is likely to stay above 2% for several months to come, before declining to below 2%. ~~At~~ Available survey indicators confirm some tentative signs of a stabilisation in economic activity at a low level around the ~~same time~~, turn of the year, but the economic outlook remains subject to high uncertainty and downside risks. The underlying pace of monetary expansion remains ~~moderate.~~ As expected, ongoing financial market tensions continue to dampen economic activity in the euro area, while, according to some recent survey indicators, there are tentative signs of a stabilisation in activity at low levels. The economic outlook remains subject to high uncertainty and substantial downside risks. In such an environment, cost, wage and price pressures in the euro area should remain modest and inflation rates should develop in line with price stability over the policy-relevant horizon. Overall, ~~subdued.~~ Looking ahead, it is essential for monetary policy to maintain price stability ~~over the medium term, thereby ensuring for the euro area as a whole.~~ This ensures a firm anchoring of inflation expectations in ~~the euro area~~ in-line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to make its contribution ~~towards to~~ supporting economic growth and job creation in the euro area. A very thorough analysis of all incoming data and developments over the period ahead is warranted.

~~The provision of liquidity and the allotment modes for refinancing operations.~~ Through our non-standard monetary policy measures we will continue to support the functioning of the euro area ~~banks~~ financial sector, and thus the financing of the real economy. ~~The extensive recourse to the first three-year refinancing operation indicates that our non-standard policy measures are providing a substantial contribution to improving the funding situation of banks, thereby supporting financing conditions and confidence. In addition, we are actively working towards the implementation of all the measures announced at our December meeting, which should provide additional support to the economy.~~ Since the first three-year longer-term refinancing operation (LTRO) was conducted in December 2011 we have approved specific national eligibility criteria and risk control measures for the temporary acceptance in a number of countries of additional credit claims as collateral in Eurosystem credit operations, which should lead to an increase in available collateral. Further details will be provided in a press release to be published today at 3.30 p.m. At the start of the current reserve maintenance period on 18 January 2012 the reserve ratio was reduced, freeing up additional collateral. As stated on previous occasions, all ~~the~~ our non-standard ~~monetary policy~~ measures are temporary in nature.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Real GDP ~~in the euro area grew by 0.1% quarter on quarter~~ growth in the ~~third~~ fourth quarter of 2011. ~~At present, a number of factors seem to be dampening the underlying growth momentum in the euro area. They include moderate global demand growth and~~ is likely to have been very weak business and consumer confidence in the euro area. Domestic demand is likely to be dampened by the ongoing tensions in euro area sovereign debt markets, as well as the process of balance sheet adjustment in the financial and non-financial sectors. ~~At the same time, we continue to expect euro area economic activity.~~ According to the survey data for the last two months, there are tentative signs of a stabilisation in economic activity at a low level. Looking ahead, we expect the euro area economy to recover, ~~albeit~~ very gradually, in the course of 2012, ~~supported by developments in global demand.~~ The very low short-term interest rates and all the measures taken to ~~support~~ foster the proper functioning of the euro area financial sector are lending support to the euro area economy. Moreover, stress in financial markets has diminished in response to our monetary policy measures,

but also in response to the progress made towards a stronger euro area governance framework and intensified fiscal consolidation in several euro area countries. However, subdued global demand growth, the remaining tensions in euro area sovereign debt markets and their impact on credit conditions, as well as the process of balance sheet adjustment in the financial and non-financial sectors, continue to dampen the underlying growth momentum.

~~In the Governing Council's assessment, substantial downside risks to the economic outlook for the euro area continue to exist in an environment of high uncertainty. This outlook is subject to downside risks. They notably relate to a further intensification of the tensions in euro area debt markets and their potential spillover to the euro area real economy. Downside risks also relate to possible adverse developments in the global economy, higher than assumed increases in commodity prices, protectionist pressures and the possibility of potential for a disorderly correction of global imbalances. With regard to price developments, euro~~

Euro area annual HICP inflation was 2.8% in December 2011, 1.7% in January 2012, according to Eurostat's flash estimate, after 3.0% in the preceding three months. This decline was expected and reflects a downward base effect stemming unchanged from energy prices. Inflation rates have been at elevated levels since the end of 2010. The average inflation rate for 2011 was 2.7%, mainly driven by higher energy and other commodity prices. Looking ahead, inflation is likely to stay above 2% for several months to come, before declining to below 2%. This pattern reflects the expectation that, in an environment of weaker growth in the euro area and globally, underlying cost, wage and price pressures in the euro area should remain modestly limited.

~~The Governing Council continues to view the risks~~ Risks to the medium-term outlook for price developments remain broadly balanced. On the upside, the main risks they relate to further higher than assumed increases in indirect taxes and administered prices, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years, and possible as well as increases in commodity prices. The main downside risks relate to the impact of weaker than expected growth in the euro area and globally.

~~Turning to the~~ The monetary analysis, taking the appropriate medium-term perspective, indicates that the underlying pace of monetary expansion continues to be moderate and remains subdued. The annual growth rate of M3 decreased to 2.0% in November 2011, after 2.1.6% in October. As of December 2011, after 2.0% in the previous three months, monetary developments in November were affected by the heightened uncertainty in financial markets. November, reflecting a further weakening of monetary dynamics towards the end of the year.

The annual growth rate of loans to the private sector, adjusted for loan sales and securitisation, decreased to 1.9% in November, from 3.0% in October. The annual growth rates of loans to non-financial corporations and loans to households, adjusted for loan sales and securitisation, both moderated in November also decreased further in December, and stood at 1.8% and 2.3% and 1.9% respectively, with slightly negative monthly flows observed for MFI loans to non-financial corporations. Overall, despite the moderation in loan growth, the figures on lending do not so far suggest that the heightened financial market tensions led to a sizeable curtailment of credit in the euro area as a whole in the period to November. At the same time, given that credit supply effects can manifest themselves with lags. The volume of MFI loans to both sectors declined in December, and this was particularly pronounced in the case of the non-financial corporate sector. In addition, there are indications that bank lending conditions tightened further, affecting loan supply in several euro area countries in late 2011. It is not yet possible to draw firm conclusions from these developments, particularly given that the impact of the first three-year LTRO on bank funding is still unfolding and may not have been fully reflected in the most recent bank lending survey. In addition, other non-standard monetary policy measures announced in December are still to be implemented. Accordingly, close scrutiny of credit developments is warranted in the period ahead is essential.

The soundness of bank balance sheets, supported by the increase in capital positions, will be a key factor in facilitating an appropriate provision of credit to the economy over time. It is essential that the implementation of banks' recapitalisation plans does not result in developments that are detrimental to the financing of economic activity in the euro area.

To sum up, incoming information broadly confirms our previous assessment. Inflation is likely to stay above 2% for several months to come, before declining to below 2%. As expected, ongoing financial market tensions continue to dampen economic activity in the euro area, while, according to some recent survey indicators, there are tentative signs of a stabilisation in activity at low levels. The

economic outlook remains subject to high uncertainty and substantial downside risks. In such an environment, cost, wage and price pressures in the euro area should remain modest and inflation rates should develop in line with price stability over the policy-relevant horizon. To sum up, the economic analysis indicates that underlying price pressures should remain limited and risks to the medium-term outlook for price developments remain broadly balanced. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms this picture, ~~with the underlying pace of monetary expansion continuing to be moderate.~~

~~Turning to~~ A combination of structural reforms and fiscal discipline is essential for boosting confidence and delivering a favourable environment for sustainable growth. Regarding **fiscal policies**, all euro area governments need to continue to do their utmost to ~~support~~**ensure** fiscal sustainability ~~by correcting excessive deficits in accordance with the agreed timetables and by moving to a structural balanced budget or surplus position over the medium term.~~ Slippages in the implementation of fiscal consolidation plans of vulnerable countries must be corrected swiftly by structural fiscal improvements. With regard to the new provisions of the EU economic governance framework that recently came into force, it is crucial that all the elements be implemented rigorously. Only ambitious policies to prevent and correct macroeconomic and fiscal imbalances will foster public confidence in the soundness of policy actions, and thus strengthen overall economic ~~sentiment~~. It is essential that all countries adhere to the fiscal targets they announced for 2012. This should help to anchor expectations of sound fiscal policies and strengthen confidence. The rules guiding the design and implementation of national fiscal policies are being strengthened at the EU level as well as in the legal frameworks of several Member States. These are important steps in the right direction. With regard to **structural reforms**, these are key to increasing the adjustment capacity and competitiveness of euro area countries, thereby strengthening growth prospects and job creation. Notably, far-reaching and ambitious reforms should be implemented to foster competition in product markets, particularly in services sectors, while rigidities in labour markets should be reduced and wage flexibility should be enhanced.

~~The Governing Council welcomes the European Council's agreement to move to a stronger economic union, which was announced on 9 December 2011. The new fiscal compact, comprising a fundamental restatement of the fiscal rules together with the fiscal commitments that euro area governments have made, is an important contribution to ensuring the long-run sustainability of public finances in the euro area countries. The wording of the rules needs to be unambiguous and effective. The further development of the European financial stability tools should make the operation of the European Financial Stability Facility and the European Stability Mechanism more effective. The swift deployment of these tools is now urgently needed. Concerning the involvement of the private sector in financial assistance for indebted countries, we welcome the reaffirmation that the decisions taken on 21 July and 26 and 27 October 2011 concerning Greek debt are unique and exceptional.~~

To accompany fiscal consolidation, the Governing Council calls for the urgent implementation of bold and ambitious **structural reforms**. Going hand in hand, fiscal consolidation and structural reforms would strengthen confidence, growth prospects and job creation. Key reforms should be rapidly carried out to help the euro area countries to improve competitiveness, increase the flexibility of their economies and enhance their longer-term growth potential. Product market reforms should focus on fully opening up markets to increased competition. Labour market reforms should focus on removing rigidities and enhancing wage flexibility.

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".

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.