

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 8 de Marzo de 2012
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com

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

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com

Europa

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

El BCE adopta una postura de espera

- El tono menos moderado reduce incluso más la probabilidad de que se produzca otro recorte de tipos
- Las dos operaciones de refinanciación a largo plazo a 3 años fueron calificadas por Draghi como un “éxito incuestionable”. Sin embargo, persisten los riesgos a la baja para la actividad
- Ahora esperamos que el BCE se mantenga a la espera tanto en política monetaria como en medidas no convencionales durante un periodo prolongado

Tal y como se esperaba, el BCE dejó el tipo de interés de referencia sin cambios en el 1,0% en la reunión de política monetaria celebrada ayer. En la conferencia de prensa, el presidente del BCE Draghi insinuó que el Consejo de gobierno no se inclina actualmente por reducir los tipos de interés ni por realizar subastas adicionales de operaciones de refinanciación a largo plazo. El tono fue algo más optimista y el discurso menos moderado. Los riesgos inflacionistas a medio plazo se califican de “todavía equilibrados en líneas generales” (el “todavía” se añadió y podría indicar una posible revisión en los próximos meses), pero se añadió una referencia a “riesgos alcistas predominando” en las perspectivas de inflación revisadas al alza para 2012. Ahora se espera que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012. Respecto a la actividad, permanece la referencia a los riesgos a la baja, pero la referencia a la “elevada incertidumbre” se ha eliminado.

La previsión media de los economistas del BCE para la inflación IPCA en 2012 se revisó al alza hasta el 2,4% desde el 2,0%, mientras que la previsión para 2013 se elevó del 1,5% al 1,6%. ¿Cómo se comparan estos datos con nuestras previsiones? Los recientes aumentos de los precios de la energía, combinados con ligeros cambios al alza, nos llevan a pensar que la inflación anual se situará ligeramente por encima de nuestras previsiones anteriores (2,3% de media en 2012, volviendo al 2% a finales de año, y promediando un 1,5% en 2013). Las previsiones de PIB del BCE para 2012 y 2013 se revisaron a la baja (previsiones del punto medio: del 0,3% en diciembre al -0,1% para 2012 y del 1,3% al 1,1% en 2013), aunque la valoración del crecimiento económico no contiene cambios significativos, puesto que la actividad económica “sigue estando sometida a riesgos a la baja” (el “sigue” también es una nueva incorporación, pero sólo se empleó en el primer párrafo). Pensamos que los limitados datos disponibles para el T1 de 2012 indican una perspectiva algo más optimista, ya que la confianza en enero mejoró más de lo previsto. Sin embargo, los datos de febrero han sido algo decepcionantes. Por lo que respecta a la opinión de BBVA Research, nuestras estimaciones actualizadas del modelo MICA-BBVA apuntan a un crecimiento cero o ligeramente negativo en el T1 de 2012, lo cual no deja de ser algo mejor que hace un mes. Si se confirmase, podría suponer una contracción más baja en 2012 (-0,3% frente a nuestra previsión actual del -0,5%).

Gran parte del turno de preguntas estuvo dominado por cuestiones relacionadas con las operaciones de refinanciación a largo plazo a 3 años. El Sr. Draghi hizo hincapié en que el impacto de ambas subastas ha sido muy positivo; un "éxito incuestionable" y muy eficaces para eliminar los riesgos de cola. Recalcó que el entorno de riesgos ha "mejorado enormemente", los mercados de han vuelto a abrir e incluso el mercado interbancario ha mejorado ligeramente en comparación a cuando se decidió llevar a cabo estas subastas. Sin embargo, observó que estas operaciones son muy complejas y queda por valorar el impacto total. En este sentido, cuando se le preguntó acerca de la posibilidad de otra subasta de operaciones de refinanciación a largo plazo a 3 años, señaló que el BCE nunca "adquiere compromisos previos", pero expresó muy claramente que el BCE ya ha hecho todo lo que está en su mano para resolver la crisis, recalando que el BCE abordó el problema de la liquidez, pero "la política monetaria no puede hacerlo todo, y la pelota está ahora en el tejado de los gobiernos". El turno de preguntas de hoy confirma nuestra opinión de que es improbable que el BCE adopte otras medidas no convencionales a menos que las condiciones se deterioren considerablemente.

El Sr. Draghi restó importancia a los riesgos derivados de la relajación de las reglas de colateral (que pueden ser "mucho más flexibles" ya que los recortes sobre los créditos adicionales son "muy elevados") y las divisiones en el seno del Consejo de gobierno ("nadie está aislado"; es normal tener desequilibrios en el Target2).

En conjunto, los datos algo más positivos acerca de la actividad económica a comienzos de 2012, junto con presiones algo mayores sobre los precios debido a los precios del petróleo y la desaparición del riesgo de cola debido a las inyecciones de liquidez, ya no nos llevan a pensar que los tipos se vayan a recortar incluso más, a menos que las condiciones vuelvan a empeorar considerablemente.

Annex 1. Introductory statement, tracking the changes:
in black, wording common to both the current and previous statements, in brown and crossed, previous wording that was replaced by new wording, in blue and underlined.

Mario Draghi, President of the ECB,
Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB,
Frankfurt am Main, ~~9 February~~ 8 March 2012

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. 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 our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. The information that has become available since ~~mid-January broadly confirms~~ the beginning of February has confirmed our previous assessment. ~~Inflation is likely to stay above 2% of the outlook for several months to come, before declining to below 2%.~~ economic activity. Available survey indicators confirm ~~some tentative~~ signs of a stabilisation in ~~economic activity at a low level around the turn of the year, but~~ the euro area economy. ~~However,~~ the economic outlook ~~remains~~ is still subject to ~~high uncertainty and~~ downside risks. Owing to rises in energy prices and indirect taxes, inflation rates are now likely to stay above 2% in 2012, with upside risks prevailing. Nevertheless, we expect price developments to remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. The underlying pace of monetary expansion remains subdued, ~~consistent with contained inflationary pressures over the medium term.~~

Looking ahead, ~~it is essential for monetary policy~~ we are firmly committed to ~~maintain~~ maintaining price stability ~~for~~ in the euro area ~~as a whole. This ensures a,~~ in line with our mandate. To this end, the continued firm anchoring of inflation expectations ~~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 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.

~~Through our non-standard monetary policy measures we will continue to support the functioning of the euro area financial sector, and thus the financing of the real 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 our non-standard measures are temporary in nature.~~ essence.

Over recent months, a wide range of additional non-standard monetary policy measures has been implemented by the Eurosystem. These measures, including in particular two three-year longer-term refinancing operations, were decided upon against the background of exceptional circumstances in the last quarter of 2011. The first impact of these measures has been positive. Together with fiscal consolidation and stepped-up structural reforms in several euro area countries, as well as progress towards a stronger euro area economic governance framework, they have contributed to a significant improvement in the financial environment over recent months. We expect that the three-year longer-term refinancing operations will provide further support for the ongoing stabilisation in financial markets and, in particular, for lending activity in the euro area. All our non-standard monetary policy measures are temporary in nature. Furthermore, all the necessary tools to address potential upside risks to medium-term price stability are fully available.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Real GDP ~~growth contracted by 0.3% in the euro area~~ in the fourth quarter of 2011 ~~is likely to have been very weak~~. According to ~~the recent survey data for the last two months~~, there are tentative signs of a stabilisation in economic activity, ~~albeit still~~ at a low level. Looking ahead, we expect the euro area economy to recover ~~very gradually~~ in the course of ~~2012~~ this year. The outlook for economic activity should be supported by foreign demand, the very low short-term interest rates in the euro area, and all the measures taken to 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, are expected to continue to dampen the underlying growth momentum.

This assessment is also reflected in the March 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP growth in a range between -0.5% and 0.3% in 2012 and between 0.0% and 2.2% in 2013. Compared with the December 2011 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges have been shifted slightly downwards.

This outlook ~~is~~ remains subject to downside risks. They notably relate to a renewed intensification of 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 further~~ increases in commodity prices, ~~protectionist pressures and the potential for a disorderly correction of global imbalances~~.

Euro area annual HICP inflation was 2.7% in ~~January-February~~ 2012, according to Eurostat's flash estimate, ~~unchanged slightly up from December. The average inflation rate for 2011 was 2.7%, mainly driven by higher energy and other commodity prices. 2.6% in January.~~ Looking ahead, inflation is now likely to stay above 2% ~~for several months to come, before declining to below 2%. This pattern reflects the expectation that in 2012, mainly owing to recent increases in energy prices, as well as recently announced increases in indirect taxes. On the basis of current futures prices for commodities, annual inflation rates should fall again to below 2% in early 2013. Looking further ahead, in an environment of weak/modest growth in the euro area and globally well-anchored long-term inflation expectations,~~ underlying price pressures ~~in the euro area~~ should remain limited.

~~Risks to the medium-term outlook for price developments remain broadly balanced. On the upside, they relate to higher than assumed increases in indirect taxes and administered prices, 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.~~

The March 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 2.1% and 2.7% in 2012 and between 0.9% and 2.3% in 2013. In comparison with the December 2011 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges for HICP inflation have been shifted upwards, notably the range for 2012.

Risks to projected HICP inflation rates in the coming years are seen to be still broadly balanced, with upside risks in the near term mainly stemming from higher than expected oil prices and indirect tax increases. However, downside risks continue to exist owing to weaker than expected developments in economic activity.

The **monetary analysis** indicates that the underlying pace of monetary expansion remains subdued. The annual growth rate of M3 ~~decreased to~~ was 2.5% in January 2012, up from 1.65% in December 2011, after 2.0% in November, reflecting a further weakening of monetary dynamics towards the end of the year. Loan growth to the private sector also remains subdued. However, its annual rate (adjusted for loan sales and securitisation) picked up slightly in January to 1.5% year on year from 1.2% in December.

The annual growth rates of loans to non-financial corporations and loans to households; (adjusted for loan sales and securitisation, ~~also decreased further in December, and~~) stood at ~~120.8%~~ and ~~21.9%~~ respectively. ~~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 in the period ahead is essential.~~ The volume of MFI loans to non-financial corporations declined only slightly in January, following the pronounced decline in December. By contrast, the flow of loans to households in January was positive.

Following the signs of improvement in the financial environment, it is essential for banks to strengthen their resilience further, including by retaining earnings. The soundness of ~~bank banks'~~ balance sheets 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, the economic analysis indicates that ~~underlying price pressures-price developments~~ should remain ~~limited and risks to the medium term outlook for price developments remain broadly balanced;~~ in line with price stability over the medium term. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms this picture.

~~A combination of structural reforms and fiscal discipline is essential for boosting confidence and delivering~~ Looking ahead, in order to deliver a favourable environment for sustainable growth. ~~Regarding fiscal policies, all euro area- and to support confidence and competitiveness, the Governing Council stresses the urgent need for governments need to continue to do their utmost to ensure fiscal sustainability. It is essential that all countries adhere to the fiscal targets they announced for 2012. This should help to anchor expectations of~~ to make further progress towards restoring 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~~ positions and implementing the structural reform agenda. ~~Regarding fiscal consolidation, many governments in the euro area are making progress. Continuing with comprehensive fiscal consolidation and complying with all commitments remains essential. In this respect, the 2012 European Semester should be used to enforce rigorously the reinforced fiscal surveillance mechanism. Equally important steps in the right direction. With regard to~~ structural reforms, these are key- to increasing increase the adjustment capacity and competitiveness of euro area countries, ~~thereby strengthening and to strengthen~~ 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~~ In this area, more progress is desirable. The Governing Council strongly welcomes the European Commission's Alert Mechanism Report on macroeconomic imbalances and expects the proposed in-depth country reviews to actively support the reform processes under way in euro area countries.

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.