

Observatorio BCE

Europa

Madrid,
8 de noviembre de 2012
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Javier Amador
javier.amadord@bbva.com

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

La prioridad del BCE sigue siendo reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria

- El BCE mantiene su política y no da pistas sobre lo que va a hacer en política monetaria mientras la economía se debilita
- El BCE rebajará sus previsiones de crecimiento en diciembre y los riesgos siguen siendo a la baja, mientras que los riesgos de inflación siguen "equilibrados en líneas generales" y las expectativas de inflación "sólidamente ancladas"
- Aunque desde el anuncio de las transacciones monetarias directas "se han producido una serie de mejoras" equivalentes a una "mayor expansión de la política monetaria", los gobiernos tienen que hacer su parte, pues el respaldo de dichas transacciones no es la única clave para mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria

En la reunión celebrada hoy, el BCE mantuvo los tipos de interés sin cambios en el 0,75%, tal como se esperaba. Aunque el BCE pintó una vez más un sombrío panorama de las perspectivas económicas ("se están revisando las perspectivas y lo cierto es que el panorama económico es más débil") y reiteró que los riesgos siguen sesgados a la baja, no dio pistas de lo que harán mientras la economía se debilita (cuando le preguntaron si habían discutido la posibilidad de un recorte de los tipos, Draghi respondió que habían decidido mantener los tipos sin cambios y que "no hemos hablado de lo que vamos a hacer en cuanto a la política monetaria") pero dado que el escenario económico sigue deteriorándose, parece que la probabilidad de que se produzca un recorte adicional de los tipos tras haberse reducido en las dos últimas reuniones ha aumentado después de la reunión celebrada hoy. Sin embargo, sigue siendo una probabilidad baja puesto que la relajación de las tensiones financieras "es equivalente a una mayor expansión de la política monetaria". Por consiguiente, todavía nos sentimos cómodos con nuestras estimaciones de que los tipos se mantendrán estables debido a que los riesgos inflacionistas se mantienen "equilibrados en líneas generales", la política monetaria es "muy flexible" y la prioridad del BCE es restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, es decir, reducir aún más la fragmentación financiera. Aunque el BCE no indicó qué es lo que tendría que pasar para volver a recortar los tipos, parece que el detonante sería un empeoramiento notable de las condiciones económicas desde la ya deteriorada situación actual que inclinara los riesgos inflacionistas a la baja. Según nuestras previsiones macroeconómicas, lo más probable sigue siendo un escenario de tipos de interés estable.

En la conferencia de prensa, la atención se centró de nuevo en la buena disposición del BCE para realizar transacciones monetarias directas (es decir, para empezar a comprar bonos emitidos por el gobierno en los mercados secundarios). Draghi evitó dar una respuesta acerca de si España debe pedir o no el rescate y cuándo hacerlo, y destacó que desde que se hizo el anuncio de las transacciones monetarias directas “se han producido una serie de mejoras” como la vuelta de los fondos del mercado monetario de EE. UU., un modesto repunte de la emisión de los bonos corporativos, un cambio en el crédito de los mercados garantizados a los no garantizados y una estabilización de los balances objetivo. Añadió también que Italia y España casi han completado sus planes de financiación y Portugal e Irlanda han tenido éxito en sus emisiones de bonos. Las mejoras “son equivalentes a una mayor expansión de la política monetaria”. Sin embargo, la fragmentación de la zona euro es todavía elevada y por tanto el BCE “no está satisfecho en absoluto con las condiciones de financiación”. Draghi aprovechó la oportunidad para hacer hincapié en que el origen de la fragmentación está en los errores políticos y dijo que los gobiernos tienen que hacer su parte, pues el respaldo de las transacciones monetarias directas no son la única clave para mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria: ha habido un “avance sustancial” en los esfuerzos para reformar las economías y recortar los déficits, pero todavía “hay mucho que hacer” y cuanto más rápido sea el ritmo de las reformas, “antes volverán las condiciones financieras a la normalidad”. Cuando se le preguntó si el BCE se plantearía las transacciones monetarias directas sin condiciones en caso de que la situación empeore, Draghi rechazó tal posibilidad. Por último, para aquellos que no lo tuvieran claro, Draghi reiteró que el BCE “no puede asegurar a priori” que los diferenciales bajarán a un determinado nivel.

Annex 1. Introductory statement, tracking the changes:

in black, wording common to both the current and previous statements, in red and crossed, previous wording that was replaced by new wording, in blue and underlined.

Introductory statement to the press conference ~~(with Q&A)~~

Mario Draghi, President of the ECB,
Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB,
~~Brdo pri Kranju, 4 October~~ Frankfurt am Main, 8 November 2012

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~I would like to thank Governor Kranjec for his kind hospitality and express our special gratitude to his staff for the excellent organisation of today's meeting of the Governing Council.~~ We will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. Owing to high energy prices and increases in indirect taxes in some euro area countries, inflation rates are ~~expected~~ likely to remain above 2% ~~throughout for the remainder of 2012, but then to~~. They are expected to fall below that level ~~again~~ in the course of next year and to remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. Consistent with this picture, the underlying pace of monetary expansion ~~remains~~ continues to be subdued. Inflation expectations for the euro area ~~continue to be~~ remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Economic ~~growth~~ activity in the euro area is expected to remain weak, ~~with ongoing tensions in some euro area financial markets and high uncertainty still weighing on~~ although it continues to be supported by our monetary policy stance and financial market confidence and sentiment. Our ~~has~~ visibly improved on the back of our decisions as regards Outright Monetary Transactions (OMTs) have helped ~~).~~ At the same time, the necessary process of balance sheet adjustment in large parts of the financial and non-financial sectors as well as high uncertainty continue to weigh on the economic outlook. It is essential for governments to ~~alleviate such tensions over the past few weeks, thereby reducing concerns about the materialisation of destructive scenarios. It is now essential that governments continue to implement~~ support confidence by forcefully implementing the necessary steps to reduce both fiscal and structural imbalances and to proceed with financial sector restructuring ~~measures~~.

The Governing Council remains firmly committed to preserving the singleness of its monetary policy and to ensuring the proper transmission of the policy stance to the real economy throughout the euro area. ~~OMTs will enable us to provide, under appropriate conditions, a fully effective backstop to avoid destructive scenarios with potentially severe challenges for price stability in the euro area. Let me repeat again what I have said in past months: we act strictly within our mandate to maintain price stability over the medium term; we act independently in determining monetary policy; and the euro is irreversible~~ As we said before, we are ready to undertake OMTs, which will help to avoid extreme scenarios, thereby clearly reducing concerns about the materialisation of destructive forces.

~~We are ready to undertake OMTs, once all the prerequisites are in place. As we said last month, the Governing Council will consider entering into OMTs to the extent that they are warranted from a monetary policy perspective as long as programme conditionality is fully respected. We would exit from OMTs once their objectives have been achieved or when there is a failure to comply with a programme. OMTs would not take place while a given programme is under review and would resume after the review period once programme compliance has been assured.~~

~~Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the~~ economic analysis. Euro area real GDP contracted by 0.2%, quarter on quarter, in the second quarter of 2012, following flat growth in the previous quarter. Economic indicators, in particular survey results, confirm the continuation of weak economic activity in the third quarter of 2012, in an environment characterised by high uncertainty. We expect the euro area economy to remain weak in the near term and to recover only very gradually thereafter. The growth momentum is Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the economic analysis. Euro area real GDP contracted by 0.2%, quarter on quarter, in the second quarter of 2012,

following flat growth in the previous quarter. As regards the second half of 2012, the available indicators continue to signal weak activity. While industrial production data showed some resilience in July/August, most recent survey evidence for the economy as a whole, extending into the fourth quarter, does not signal improvements towards the end of the year.

Looking ahead to next year, the growth momentum is expected to remain weak. It continues to be supported by our standard and non-standard monetary policy measures, but ~~is expected to remain dampened by~~ the necessary process of balance sheet adjustment in the financial and non-financial sectors, ~~the existence of high unemployment~~ and an uneven global recovery.

~~will continue to dampen the pace of recovery.~~ The risks surrounding the economic outlook for the euro area ~~continue to be remain~~ on the downside. ~~They relate, in particular, to ongoing tensions in several euro area financial markets and the potential spillover to the euro area real economy. These risks should be contained by effective action by all policy-makers in the euro area.~~

Euro area annual HICP inflation was 2.75% in ~~September~~ October 2012, according to Eurostat's flash estimate, compared with 2.6% in ~~the previous month. This is higher than expected and mainly reflects past increases in indirect taxes and euro-denominated energy prices. September and August.~~ On the basis of current futures prices for oil, inflation rates could remain at elevated levels, before declining to below 2% again in the course of next year. Over the policy-relevant horizon, in an environment of modest growth in the euro area and well-anchored long-term inflation expectations, underlying price pressures should remain moderate. Current levels of inflation should thus remain transitory ~~and not give rise to second-round effects.~~ We will continue to monitor closely further developments in costs, wages and prices.

Risks to the outlook for price developments continue to be broadly balanced over the medium term. Upside risks pertain to further increases in indirect taxes owing to the need for fiscal consolidation. The main downside risks relate to the impact of weaker than expected growth in the euro area, in the event of a renewed intensification of financial market tensions, and its effects on the domestic components of inflation. ~~If not contained by effective action by all policy-makers in the euro area, such intensification has the potential to affect the balance of risks on the downside.~~

Turning to the **monetary analysis**, ~~recent data confirm the subdued~~ underlying pace of monetary expansion ~~continues to be subdued.~~ In ~~August~~ September the annual growth rate of M3 decreased to 2.97%, from 3.62.8% in July. ~~While this decline was mainly due to a base effect, monthly inflows were also relatively contained. Conversely, strong monthly inflows into overnight deposits contributed to a further increase in August. Monthly outflows from M3 reflected to some extent the reversal of portfolio shifts into the most liquid components of M3. Accordingly, the annual rate of growth of M1 declined to 5.40% in September, from 5.2% in August, compared with 4.5% in July. This increase reflects a continuing high preference for liquidity in an environment of low interest rates and high uncertainty. At the same time, we have observed a strengthening in the deposit base of banks in some stressed countries, amid improvements in investors' confidence in the euro area.~~

The annual growth rate of loans to the private sector (adjusted for loan sales and securitisation) declined ~~in August further~~ to -0.2% ~~(4% in September, from 0.1% in July), reflecting a decrease in the annual rate of growth of loans to non-financial corporations to -0.5%, from -0.2% in July. By contrast, the -0.2% in August. This development was mainly due to further net redemptions in loans to non-financial corporations, which led to an annual rate of decline in these loans of -1.2%, compared with -0.5% in August. The annual growth of loans in MFI lending to households remained unchanged, at 1.0%, in August. 9% in September.~~ To a large extent, subdued loan dynamics reflect the weak outlook for GDP, heightened risk aversion and the ongoing adjustment in the balance sheets of households and enterprises, all of which weigh on credit demand. At the same time, in a number of euro area countries, the segmentation of financial markets and capital constraints for banks restrict credit supply. ~~The recent results of the bank lending survey for the third quarter of 2012 underpin this assessment.~~

The soundness of banks' balance sheets will be a key factor in facilitating both an appropriate provision of credit to the economy and the normalisation of all funding channels, thereby contributing to an adequate transmission of monetary policy to the financing conditions of the non-financial sectors in the ~~different~~ individual countries of the euro area. It is thus essential that the resilience of banks continues to be strengthened where needed.

To sum up, the economic analysis indicates that price developments should remain in line with price stability over the medium term. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms this picture.

Other economic policy areas need to make substantial contributions to ensure a further stabilisation of financial markets and an improvement in the outlook for growth.—As regards **fiscal policies**, euro area countries are progressing with consolidation. It is crucial that efforts are maintained to restore sound fiscal positions, in line with the commitments under the Stability and Growth Pact and the 2012 European Semester recommendations. A rapid implementation of the fiscal compact will also play a major role in strengthening confidence in the soundness of public finances. At the same time, **structural reforms** are as essential as fiscal consolidation efforts and measures to improve the functioning of the financial sector. In the countries most strongly affected by the crisis, noticeable **Structural reforms** are crucial to boost the growth potential of euro area countries and to enhance employment. Policy action is also necessary to increase the adjustment capacity of euro area economies in order to complete the ongoing process of unwinding existing imbalances. Visible progress is being made in the correction of unit labour ~~costs~~ and current account ~~developments~~. ~~Decisive product and labour market reforms will further improve the competitiveness of these countries and their capacity to adjust imbalances.~~ However, further measures to enhance labour market flexibility and labour mobility across the euro area are warranted. Such structural measures would also complement and support fiscal consolidation and debt sustainability. As regards **fiscal policies**, there is clear evidence that consolidation efforts in euro area countries are bearing fruit. It is crucial that efforts are maintained to restore sound fiscal positions, in line with the commitments under the Stability and Growth Pact and the 2012 European Semester recommendations. Full compliance with the reinforced EU fiscal and governance framework, including the rapid implementation of the fiscal compact, will send a strong signal to markets and strengthen confidence in the soundness of public finances.

Finally, it is essential to push ahead with **European institution-building**. The ECB welcomes the Commission proposal of 12 September 2012 for a single supervisory mechanism (SSM) involving the ECB, to be established through a Council regulation on the basis of Article 127(6) of the Treaty. The Governing Council considers an SSM to be one of the fundamental pillars of a financial union and one of the main building blocks towards a genuine Economic and Monetary Union. We will formally issue a legal opinion in which we will, in particular, take into account the following principles: a clear and robust separation between supervisory decision-making and monetary policy; appropriate accountability channels; a decentralisation of tasks within the SSM; an effective supervisory framework ensuring coherent oversight of the euro area banking system; and full compatibility with the Single Market framework, including the role and prerogatives of the European Banking Authority. As the Commission proposal sets out an ambitious transition schedule towards the SSM, the ECB has started preparatory work so as to be able to implement the provisions of the Council regulation as soon as it enters into force.

The Governing Council takes note of the European Council conclusions on completing Economic and Monetary Union, adopted on 18 October 2012. In the context of measures to achieve an integrated financial framework, it welcomes in particular the objective of agreeing on the legislative framework for a Single Supervisory Mechanism (SSM) by 1 January 2013 with a view to the SSM becoming operational in the course of 2013.

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.