

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 4 de octubre de 2012
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com

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

Ya existe un “respaldo plenamente eficaz”, la decisión corresponde a los gobiernos

- El BCE mantiene su política y no da señales de lo que haría si siguen empeorando las condiciones económicas
- El BCE está dispuesto a activar su programa de compra de bonos (OMT siglas en inglés), pero la decisión corresponde a los gobiernos: “El papel del BCE es crear un entorno que favorezca las reformas, pero la decisión corresponde a los gobiernos”

En la reunión celebrada hoy, el BCE mantuvo sin cambio los tipos en el 0,75% tal como se esperaba. Aunque el BCE volvió a presentar una imagen sombría de las perspectivas económicas (“se mantendrá la debilidad de la economía a corto plazo y más tarde solo se recuperará muy gradualmente”) y reiteró que los riesgos siguen inclinados a la baja, no se habló de un recorte de tipos. Según nuestra opinión, la probabilidad de que se anuncie un recorte adicional de tipos ha disminuido tras las dos últimas reuniones¹ y seguimos pensando que los tipos se mantendrán estables. Cabe destacar que se añadió a la declaración una referencia indicando que el BCE “monitorizará de cerca” la evolución de los precios, aunque se considera que es probable que las presiones subyacentes sobre los precios sigan siendo moderadas y el aumento transitorio de la inflación “no debería dar lugar a efectos de segunda ronda” en un contexto de bajo crecimiento y expectativas bien ancladas de inflación a largo plazo. Según nuestra opinión, aunque sigue abierta la puerta a un recorte adicional de tipos, no está tan abierta como hace dos meses, y aunque el BCE no ofreció ninguna indicación de lo que tendría que pasar para que se volvieran a recortar los tipos, parece que se trataría de un empeoramiento significativo de las condiciones económicas frente a la actual situación negativa. Además, dos elementos parecen indicar que los tipos estables serán el escenario más probable. Por una parte, lo importante en este caso para el BCE es asegurar la correcta transmisión de la actual postura en materia de política monetaria, y no adoptar una postura más flexible. Por otra parte, la oposición del Bundesbank al OMT reduce la libertad de acción del BCE para tomar nuevas decisiones.

En la conferencia de prensa, la atención se centró en la buena disposición del BCE para activar el OMT “una vez que se cumplan todos los requisitos previos”. El Sr. Draghi resaltó que “ya existe un mecanismo de respaldo plenamente eficaz” (es decir, que el BCE está preparado para empezar a comprar bonos emitidos por los gobiernos en los mercados secundarios) pero “en este momento corresponde a los gobiernos decidir qué desean hacer”. Es decir, el BCE volvió a insistir en que la pelota está ahora en el tejado de los gobiernos y no solo en lo que respecta a la activación del OMT, sino también en el sentido de que “ahora es esencial que los gobiernos sigan dando los pasos necesarios”. El BCE está dispuesto a empezar a comprar bonos emitidos por los gobiernos en los mercados secundarios tan pronto como los países que necesitan ayuda cumplan las condiciones necesarias: el BCE está dispuesto a activar el OMT “una vez que se hayan cumplido todos los requisitos previos”. El programa (OMT) ha “contribuido a aliviar las tensiones de las últimas semanas” y “ahora es fundamental que los gobiernos sigan dando los pasos necesarios para reducir sus desequilibrios tanto fiscales como estructurales”.

1: En la última reunión, el Sr. Draghi señaló que el último recorte de tipos (hasta el 0,75%) anticipaba un debilitamiento de la economía; en esta reunión, además de las preocupaciones acerca de las perspectivas económicas, no se abordó la posibilidad.

Se hizo hincapié en la importancia de la condicionalidad y las razones por las que es una parte esencial de la activación del OMT, a saber: 1) reduce el moral hazard de los gobiernos, 2) protege la independencia del BCE y 3) crea una “mejora crediticia” para los bonos emitidos por los gobiernos. Ofrece el “incentivo de promover las políticas económicas correctas que benefician a todas las partes afectadas”. El Sr. Draghi insistió en que el BCE “solicitará activamente la participación del FMI en el proceso”.

Si bien el programa todavía no se ha activado, el Sr. Draghi señaló que el anuncio ha reducido el riesgo de cola en la zona euro, subrayando que el programa ha contribuido a aliviar las tensiones en los mercados financieros de la zona euro durante las últimas semanas. Concretamente, manifestó que se ha producido una emisión de bonos considerable por parte de empresas y bancos, diversos diferenciales de tipos de interés han caído significativamente desde entonces, y los desequilibrios del sistema Target2 se han estabilizado en cierta medida. También añadió que se han producido entradas de flujos de depósitos en Italia, y que se ha reducido el recurso de España a la financiación del BCE. No obstante, mantuvo un tono cauto, resaltando que la volatilidad sigue siendo muy elevada, que los flujos de crédito son inexistentes en algunos países de la zona euro, y que sigue existiendo un nivel de fragmentación inaceptable en la zona euro. Por último, cuando se le preguntó si el BCE podría intervenir en países rescatados como Portugal, reiteró que los países no tendrían acceso al OMT hasta que recuperaran el pleno acceso a los mercados primarios: “el OMT no es un sustituto de la falta de acceso a los mercados primarios”.

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.

**Mario Draghi, President of the ECB,
Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB,
~~Frankfurt am Main, 6 September~~Brdo pri Kranju, 4 October 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, which was also attended by the President of the Eurogroup, Prime Minister Juncker, and 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. Owing to high energy prices and increases in indirect taxes in some euro area countries, inflation rates are expected to remain above 2% throughout 2012, but then 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 subdued. Inflation expectations for the euro area ~~economy~~ continue to be firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Economic growth in the euro area is expected to remain weak, with ~~the~~ ongoing tensions in some euro area financial markets and ~~heightened~~ high uncertainty still weighing on confidence and sentiment. ~~A renewed intensification of financial market tensions would have the potential to affect the balance of risks for both growth and inflation.~~ Our decisions as regards Outright Monetary Transactions (OMTs) have helped 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 the necessary steps to reduce both fiscal and structural imbalances and proceed with financial sector restructuring measures.

~~It is against this background that the~~ The Governing Council ~~today decided on the modalities for undertaking Outright Monetary Transactions (OMTs) in secondary markets for sovereign bonds in the euro area. As we said a month ago, we need to be in the position to safeguard the monetary policy transmission mechanism in all countries of the euro area. We aim~~ remains firmly committed to preserve ~~preserving~~ the singleness of ~~our~~ its monetary policy and to ~~ensure~~ ensuring the proper transmission of ~~our~~ the policy stance to the real economy throughout the euro area. OMTs will enable us to address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro. Hence provide, under appropriate conditions, ~~we will have~~ 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 ~~said last month~~ 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.

~~In order to restore confidence, policy-makers in the euro area need to push ahead with great determination with fiscal consolidation, structural reforms to enhance competitiveness and European institution-building. At the same time, governments must stand ready to activate the EFSF/ESM in the bond market when exceptional financial market circumstances and risks to financial stability exist – with strict and effective conditionality in line with the established guidelines. The adherence of governments to their commitments and the fulfilment~~ 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 supported by the EFSF/ESM of their role are necessary conditions for our outright transactions to be conducted and to be effective. Details of the Outright Monetary Transactions are described in a separate press release.

Furthermore, the Governing Council took decisions with a view to ensuring the availability of adequate collateral in Eurosystem refinancing operations. The details of these measures are also elaborated in a separate press release.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Recently published statistics indicate that euro area real GDP contracted by 0.2%, quarter on quarter, in the second quarter of 2012, following zero growth in the previous quarter. Economic indicators point to continued weak economic activity in the remainder of 2012, in an environment of heightened uncertainty. Looking beyond the short term, we expect the euro area economy to recover only very gradually. The growth momentum is 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.

The September 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual real GDP growth in a range between -0.6% and -0.2% for 2012 and between -0.4% and 1.4% for 2013. Compared with the June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges for 2012 and 2013 have been revised downwards.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area are assessed to be on the downside. They relate, in particular, to the ongoing tensions in several euro area financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. These risks should be contained by effective action by all euro area policy-makers in the euro area.

Euro area annual HICP inflation was 2.67% in August/September 2012, according to Eurostat's flash estimate, compared with 2.46% in the previous month. This increase is higher than expected and mainly due to renewed reflects past increases in indirect taxes and euro-denominated energy prices. On the basis of current futures prices for oil, inflation rates could turn out somewhat higher than expected a few months ago, but they should decline 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.

The September 2012 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 2.4% and 2.6% for 2012 and between 1.3% and 2.5% for 2013. These projection ranges are somewhat higher than those contained in the June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections.

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, particularly resulting from in the event of a further renewed intensification of financial market tensions, and its effects on the domestic components of inflation. If not contained by effective action by all euro area 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**, the recent data confirm the subdued underlying pace of monetary expansion remained subdued. The In August the annual growth rate of M3 increased/decreased to 2.9%, from 3.86% in July 2012, up from 3.2% in June. The rise in M3 growth was mainly attributable to a higher preference for liquidity, as reflected in the further increase in the annual growth rate of the narrow monetary aggregate M1 to 4.5% in July, from 3.5% in June. 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 the annual rate of growth of M1 to 5.1% 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.

The annual growth rate of loans to the private sector (adjusted for loan sales and securitisation) remained weak at 0.5% declined in August to -0.2% (from 0.1% in July (after 0.3%), reflecting a decrease in June). Annual the annual rate of growth in MFI of loans to both non-financial corporations and households remained subdued, at -0.2% and 1.1% respectively (both adjusted for loan sales and securitisation), to -0.5%, from -0.2% in July. By contrast, the annual growth of loans to households remained unchanged, at 1.0%, in August. To a large extent, subdued loan growth reflects a 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. Furthermore, At the same time, in a number of euro

area countries, the segmentation of financial markets and capital constraints for banks ~~continue to weigh on~~ restrict credit supply.

~~Looking ahead, it is essential for banks to continue to strengthen their resilience where this is needed.~~ 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 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.

~~Although good progress is being made, the need for structural and fiscal adjustment remains significant in many European countries. On the structural side, further swift and decisive product and labour market reforms are required across the euro area to improve competitiveness, increase adjustment capacities and achieve higher sustainable growth rates. These structural reforms will also complement and support fiscal consolidation and debt sustainability. On the fiscal front, it is crucial that governments undertake all measures necessary to achieve their targets for the current and coming years. In this respect, the expected rapid implementation of the fiscal compact should be a main element to help strengthen confidence in the soundness of public finances. 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 progress is being made in the correction of unit labour cost and current account developments. Decisive product and labour market reforms will further improve the competitiveness of these countries and their capacity to adjust.~~

Finally, ~~pushing it is essential to push~~ ahead ~~with~~ with European institution-building ~~with great determination is essential.~~ 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 Eurosystem; 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.

We are now at your disposal for questions.

* * *

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.