



# ECB Watch

Reunión: 2 de julio de 2009  
Próxima reunión: 6 de agosto de 2009

## A esperar y ver qué pasa, como estaba previsto

- Los tipos de referencia se mantuvieron sin cambios en la reunión del Consejo del BCE celebrada hoy.
- Las previsiones y mensajes clave no variaron: los tipos actuales son adecuados pero la puerta está abierta a nuevos recortes si se estiman necesarios.
- Trichet aplaudió el éxito de la reciente subasta de inyección de liquidez a largo plazo, pero no especificó lo que sucederá en otras futuras.

La reunión de hoy, tal como se esperaba, no aportó noticias significativas, aspirando quizá al viejo principio de que los Bancos Centrales aburridos son buenos Bancos Centrales. Los tipos de referencia se mantuvieron tal como anticipaban los mercados y todos los analistas.

Estos son en nuestra opinión los puntos principales de la declaración y la conferencia de prensa:

- Para el Consejo del BCE, los tipos de interés de referencia (1% para las operaciones de refinanciación, 0,25% para el tipo sobre depósitos y 1,75% para el tipo marginal) siguen siendo adecuados en las condiciones actuales, que no han cambiado. No obstante, durante el turno de preguntas y respuestas (y sin que le preguntaran), Trichet dejó claro que **mantienen su postura de no cerrar las puertas a nuevos recortes sin son necesarios** (“hoy no hemos decidido que este sea el nivel más bajo”).
- **Las perspectivas del escenario central tampoco han cambiado.** El crecimiento en el segundo trimestre será “menos negativo” que el primero (que fue -2,5% t/t). Aquí la declaración decía: “Sigue esperándose un crecimiento positivo para mediados de 2010” (nuestra previsión es ligeramente más positiva, ya que en la segunda mitad del año anticipamos un efecto temporal por los estímulos fiscales).
- **Los riesgos de la actividad económica siguen equilibrados, aunque una eventual subida de los precios del petróleo se añadiría a la lista de factores de riesgo negativo** (que también incluye una crisis más fuerte de los mercados financieros, el proteccionismo, mercados de trabajo más desfavorables y una corrección desordenada de los desequilibrios globales). Los riesgos ante las perspectivas de inflación también están

Miguel Jiménez  
[mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

Daniel Navia  
[daniel.navia@grupobbva.com](mailto:daniel.navia@grupobbva.com)

Agustín García Serrador  
[agustin.garcia@grupobbva.com](mailto:agustin.garcia@grupobbva.com)

equilibrados en líneas generales y la lista de factores de riesgo no ha cambiado. La declaración contiene una nueva frase que recuerda que las actuales tasas de inflación negativas, que se prevé que continúen durante algunos meses, serán “pasajeras”, un punto que Trichet reforzó en la conferencia de prensa, probablemente en un esfuerzo por asegurar que los temores de deflación no se afiancen en las previsiones de inflación.

- También hay un matiz en la valoración del análisis monetario, que corrobora que las presiones inflacionistas son “bajas” (en vez “moderadas” como en el último mes). Esto se refleja probablemente en que continúa la debilidad de los préstamos al sector privado, que a nivel mensual han arrojado datos planos o negativos en los últimos meses. A Trichet se le preguntó sobre este aspecto en la sesión de preguntas y respuestas y respondió que las medidas extraordinarias implementadas recientemente (por ejemplo la compra de bonos cubiertos y en particular la inyección de liquidez que se proporcionó la semana pasada a través de la primera subasta de cobertura total a 12 meses) tenían como objetivo encarar esta situación. Asimismo, indicó que él veía un elemento de falta de oferta detrás de estas tendencias.
- **Trichet dijo también que estaba “muy contento” con los resultados de la subasta de la semana pasada** y con la reducción de los tipos Eonia, que estaban ahora más cerca del tipo de interés para depósitos. **Dejó la puerta abierta para cambiar las condiciones de las subastas futuras a largo plazo** (“ya veremos cuando llegue el momento”).
- Con respecto a la revocación futura de las medidas actuales, un asunto de reciente debate en las declaraciones públicas entre los miembros del Consejo del BCE, Trichet dijo que las medidas se han diseñado de forma que permitirán una sencilla estrategia de salida.

## Reacción del mercado

Los mercados apenas han reaccionado. El euro se depreció frente al dólar estadounidense, pasando del 1,407 al 1,401. Los tipos de interés cayeron de forma muy marginal, aunque esto también podría haberse visto afectado por los malos datos del mercado de trabajo estadounidense publicados al mismo tiempo que Trichet hablaba.

## Conclusión

No ha habido muchos cambios sustanciales desde el último mes, aunque **quizá el tono fue más suave**. El BCE se mantiene en actitud de esperar y ver qué pasa, especialmente tras el éxito de la subasta de la semana pasada, que ha reducido la presión para adoptar más medidas expansivas. Trichet fue explícito a la hora de dejar la puerta abierta a nuevos recortes de tipos en caso de que cambien las perspectivas y **nosotros mantenemos el escenario central de un recorte de 25 puntos básicos después del verano y otro más a principios de 2010, con el riesgo ascendente de que los tipos permanezcan estables en el 1%**. En cualquier caso, las perspectivas son de que los tipos permanecerán bajos durante un periodo de tiempo prolongado.

## Cuadro: Declaraciones del BCE

	2 de abril	7 de mayo	4 de junio	2 de julio	Comentarios finales*
<b>Postura en cuanto a política monetaria</b>	Seguiremos muy de cerca todos los acontecimientos en el futuro inmediato.	Seguiremos muy de cerca todos los acontecimientos. <b>Los tipos son apropiados</b>	Seguiremos vigilando muy de cerca todos los acontecimientos. <b>Los tipos son apropiados.</b> El CG velará para que las medidas adoptadas puedan retrotraerse rápidamente y la liquidez aportada sea absorbida.	Los riesgos relativos a estas previsiones están <b>equilibrados en líneas generales.</b> Están relacionados en concreto con los <b>riesgos acerca de la perspectiva de la actividad económica y los precios de las materias primas.</b>	<b>Seguir muy de cerca.</b>
<b>Crecimiento</b>	<b>Grave desaceleración de la actividad económica.</b> La recuperación gradual prevista para 2010 refleja los efectos del importante estímulo macroeconómico en marcha y las amplias medidas políticas... para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros. <b>Los riesgos se están equilibrando en gran medida.</b>	La actividad económica del 1T09 fue significativamente peor que lo previsto. Recientemente, en los datos de las encuestas, se han observado indicios tentativos de estabilización, pero a niveles muy bajos. Recuperación gradual en el transcurso de 2010. <b>Los riesgos se mantienen en gran medida equilibrados.</b>	Los recientes datos de confianza indican que <b>la actividad económica en el resto del año seguirá bajando, aunque de manera mucho menos negativa.</b> Tras una fase de estabilización, <b>prevemos índices de crecimiento trimestral positivos hacia mediados de 2010.</b> Esta valoración toma en cuenta efectos retardados adversos, como la <b>continuidad del deterioro de los mercados de trabajo.</b>	Se espera que <b>la actividad económica en el resto del año seguirá débil, aunque de manera mucho menos negativa que en el 1T09.</b> De cara al próximo año y tras una fase de estabilización, <b>prevemos una recuperación gradual con índices de crecimiento trimestral positivos hacia mediados de 2010.</b>	<b>Se prevé que en los próximos trimestres la actividad se desacelerará a un ritmo menos negativo. Los riesgos están equilibrados.</b>
<b>Inflación</b>	<b>Las tasas de inflación han descendido significativamente y se espera que se mantengan bastante por debajo del 2% durante 2009 y 2010...</b> Es un reflejo principalmente... de los precios de las materias primas. Sin embargo, se perciben indicios de una reducción más amplia.	Cada vez surgen mayores indicios de <b>una reducción más amplia de la presión inflacionaria.</b> Las tasas anuales del IPCA seguirán descendiendo y se mantendrán temporalmente en niveles negativos hacia mediados de año. Posteriormente volverán a repuntar, <b>manteniéndose positivas en 2010, aunque por debajo del 2%.</b>	El nuevo descenso de la inflación estaba plenamente descontado, <b>una proyección de nuevos descensos hacia porcentajes negativos en los próximos meses, antes de volver al territorio positivo hacia finales de 2009.</b>	La caída de las <b>tasas de inflación anual</b> en cifras negativas en junio está en sintonía con las previsiones anteriores y <b>se prevé que continúen temporalmente en cifras negativas en los próximos meses, antes de volver a ser positivas.</b>	<b>Tasas de inflación negativas hacia mediados de año, que se mantendrán bien por debajo del 2% en 2010.</b> Las expectativas de inflación se mantienen firmes
<b>Riesgos</b>	Los riesgos relativos a estas previsiones están <b>equilibrados en líneas generales.</b> Están relacionados en concreto con los <b>riesgos acerca de la perspectiva de la actividad económica y los precios de las materias primas.</b>	Los riesgos relativos a estas previsiones están <b>equilibrados en líneas generales.</b> Están relacionados en concreto con los <b>riesgos acerca de la perspectiva de la actividad económica y los precios de las materias primas.</b>	Los riesgos relativos a estas previsiones están <b>equilibrados en líneas generales.</b> Están relacionados en concreto con los <b>riesgos acerca de la perspectiva de la actividad económica y los precios de las materias primas.</b>	Los riesgos relativos a estas previsiones están <b>equilibrados en líneas generales.</b> Están relacionados en concreto con los <b>riesgos acerca de la perspectiva de la actividad económica y los precios de las materias primas.</b>	<b>Equilibrados en líneas generales.</b>
<b>Análisis monetario</b>	<b>El ritmo de la expansión monetaria en la zona euro ha seguido desacelerando marcadamente</b> y merece la valoración de un <b>menor riesgo a la estabilidad de precios</b> a medio plazo.	<b>Continúa la desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente,</b> lo cual confirma la evaluación de <b>disminución de las presiones inflacionarias</b> a medio plazo.	<b>Continúa la desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente,</b> lo cual confirma la <b>evaluación de presiones inflacionarias moderadas.</b>	Continúa la desaceleración de las dinámicas monetarias, lo cual confirma la evaluación de una <b>disminución del ritmo de expansión monetaria subyacente y la disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo.</b>	<b>Desaceleración continuada del ritmo subyacente de la expansión monetaria. Presiones inflacionarias bajas</b>
<b>Evolución</b>	-0.25	-0.25	0.00	0.00	
<b>Tipo de interés de referencia</b>	1.25	1.00	1.00	1.00	

\* Interpretación que BBVA hace de la opinión del BCE según la declaración y la conferencia de prensa

**Eventos relevantes antes de la próxima reunión del BCE (6 de agosto)**

3 de julio	Comercio minorista de la zona euro, mayo
8 de julio	Cuentas nacionales de la zona euro, segunda publicación 1T/09
14 de julio	Producción industrial del trabajo en la zona euro, mayo
15 de julio	Inflación de la zona euro, junio
17 de julio	Balanza comercial de la zona euro, mayo
17 de julio	Producción de la construcción en la zona euro, mayo
22 de julio	Nuevos pedidos industriales en la zona euro, mayo
28 de julio	Masas monetarias de la zona del euro, junio
30 de julio	Encuesta de empresas y consumidores de la zona euro, julio
31 de julio	Estimación preliminar de la inflación de la zona euro, julio
31 de julio	Desempleo en la zona euro, junio
4 de agosto	Precios mayoristas industriales de la zona del euro, junio
4 de agosto	Índice PMI de la zona euro, junio
5 de agosto	Comercio minorista de la zona euro, junio