



# ECB Watch

Reunión: 3 de septiembre de 2009

Próxima reunión: 8 de octubre de 2009

## Máxima prudencia

- El BCE mantuvo los tipos de interés y, frente a las recientes noticias positivas, mantuvo una cautela incluso mayor a la esperada.
- Se anunció que las operaciones de refinanciación a 12 meses se harán con el tipo actual de refinanciación.
- Se han revisado al alza las previsiones tanto para la inflación como el crecimiento, pero con cambios modestos, como se esperaba.

Lo más interesante de esta reunión era conocer la actitud del BCE (que también se infiere de sus predicciones macroeconómicas) frente a los sorprendentes datos al alza de crecimiento del segundo trimestre y las relativamente buenas noticias que van llegando del tercer trimestre. Las declaraciones de los miembros del Consejo de Gobierno hacían prever una actitud de cautela que se ha visto más que corroborada. La revisión de las previsiones fue bastante modesta, pero fueron especialmente las declaraciones del señor Trichet las que no dejaron lugar a la duda: “La incertidumbre es más alta de lo habitual”; “la prudencia y la precaución son más necesarias que nunca”; “No habría nada peor que considerar que los mercados financieros ya funcionan normalmente... Sería un grave error, gravísimo, queda trabajo que hacer”; “incluso desde una perspectiva global, insisto en pedir prudencia y precaución”.

Se esperaba también alguna señal de que no se endurecerían las condiciones de las subastas de cobertura total a largo plazo del próximo 30 de septiembre, y, efectivamente, la Declaración incluye en su primer párrafo que el tipo prevalente será el de refinanciación.

Además de lo anterior, la conferencia de prensa se centró en preguntas sobre la estrategia de salida del BCE, pero el señor Trichet se limitó a afirmar que no ha llegado aún el momento para esos planteamientos y que las medidas no convencionales están diseñadas para asegurar la salida oportuna. “Aún no ha llegado el día de salir”.

Algunos detalles:

- El BCE observa signos de “estabilización de la actividad”. Se prevé un crecimiento del PIB de -4,1% para 2009 y de +0,2% para 2010, que mejoran la anterior previsión de -4,6% y -0,3%. Esos 0,5 pp en la revisión de 2009 son el resultado de la información de cuentas nacionales del 2T y de las encuestas del 3T. Es poco probable que el BCE haya cambiado mucho sus estimaciones para el 4T. La revisión para 2010, también de 0,5 pp (al 0,2%), refleja parcialmente el efecto de arrastre de los

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

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

Previsiones Macroeconómicas del BCE para la Zona Euro

	Junio 2009		Septiembre 2009	
	2009	2010	2009	2010
PIB Real	-5.1 — -4.1	-1.0 — 0.4	-4.4 — -3.8	-0.5 — 0.9
IPCA	0.1 — 0.5	0.6 — 1.4	0.2 — 0.6	0.8 — 1.6

Fuente: ECB

cambios de 2009 y un muy probable par de puntos decimales de crecimiento superior para ese año. Preguntado acerca de si el BCE ve ahora un crecimiento positivo antes de mediados de 2010 (su fecha de referencia para varios meses), el señor Trichet no lo descartó, pero tampoco descartó un "camino desigual" con crecimientos trimestrales "menos halagüeños" después de los positivos. No llegó a mencionar "tasas negativas" de una "recuperación en W".

- Los riesgos relacionados con estas proyecciones están equilibrados, pero resulta interesante que la tasa de desempleo, que era un riesgo bajista en la Declaración anterior, sea ahora un riesgo positivo. Unas exportaciones superiores a las esperadas, en línea con lo que estamos viendo actualmente, son también un nuevo riesgo positivo para la actividad.
- Las proyecciones de la inflación fueron revisadas ligeramente al alza, en 0,1 pp y 0,2 pp, respectivamente, para 2009 y 2010, hasta el 0,3% y el 1,2%. Probablemente, esto refleja un crecimiento superior. En 2010 consideramos que la inflación será inferior (más cercana al 0,5%), dado el elevado diferencial de producción abierto para la zona euro. Para el BCE, los riesgos relativos a la inflación también se mantienen equilibrados.
- En el análisis de los agregados monetarios y el crédito, el BCE volvió a remarcar que la volatilidad dentro de la M3 y entre la M3 y otros activos refleja cambios en los precios relativos. En los préstamos al sector empresarial, que son muy débiles, el BCE dice básicamente que es un efecto de la demanda debido a los "fuertes amortizaciones netas de los préstamos con un vencimiento más corto", por la caída del comercio y de la producción. Debido a los retardos habituales, el BCE sigue esperando nuevas debilidades en los próximos meses.
- Con respecto a las políticas fiscales, el BCE volvió a incluir en su declaración una referencia a que el ritmo proyectado del ajuste estructural del 0,5% anual es demasiado bajo. Se necesita al menos un 1%. Sin embargo, la prudencia sigue siendo la clave: "Evidentemente, [el estímulo fiscal] deberá contraerse cuando llegue el momento".
- Una nueva referencia en su exposición señala que probablemente el crecimiento potencial de la zona euro se verá afectado por la crisis financiera. Se necesitan políticas estructurales para elevarlo, incluyendo una "reestructuración y consolidación apropiadas del sector bancario... Balances sólidos, una buena gestión de los riesgos y modelos empresariales transparentes y robustos".

## Reacción de los mercados

Los contratos de tasa de interés a tres meses para septiembre, diciembre y junio descendieron 7 pb, mientras el euro se depreciaba un 0,4%, hasta 1,426, con respecto al dólar estadounidense como consecuencia del anuncio.

## Conclusión

La precaución que muestra el BCE concuerda ampliamente con nuestra valoración de la situación. Las recientes noticias positivas de la actividad reflejan probablemente un impacto más temprano y fuerte de lo esperado de las medidas de estímulo y sorpresas positivas de las exportaciones netas, pero una recuperación sostenida está muy lejos de ser real. Es

demasiado pronto para hablar de una estrategia de salida, pues de hecho vemos tasas de crecimiento negativas para principios de 2010 una vez disminuya la mayor parte del ímpetu.

El momento de nuestra proyección de caídas de los tipos en diciembre es ahora más inseguro que antes, aunque seguimos viendo presiones para unos tipos de interés inferiores, hasta el 0,5%, dada nuestra previsión de un crecimiento ligeramente negativo en H110 y, en cualquier caso, tipos muy bajos durante un período prolongado.

## Recuadro: Declaraciones del BCE

	4 de junio	2 de julio	6 de agosto	3 de septiembre	Comentarios finales*
<b>Postura en cuanto a política monetaria</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.	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.	Seguiremos garantizando el firme anclaje de las previsiones de inflación a mediano plazo. <b>Los tipos son apropiados.</b> El CG velará para que las medidas adoptadas puedan retrotraerse rápidamente y la liquidez aportada sea absorbida.	<b>Los tipos siguen siendo apropiados.</b> El CG se asegurará de que las medidas adoptadas puedan retrotraerse de una manera oportuna y la liquidez aportada sea absorbida.	<b>Seguir muy de cerca.</b>
<b>Crecimiento</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>	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>	Los datos recientes son coherentes con la expectativa de que la <b>contracción significativa de la actividad económica ha llegado a su fin y será seguida ahora por un período de estabilización y recuperación muy gradual.</b>	<b>Sensación de precaución. Los riesgos están equilibrados.</b>
<b>Inflación</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 anuales</b> en el territorio negativo durante junio se ajusta a las previsiones. Está <b>previsto que se mantendrán en el territorio negativo en los próximos meses antes de volver a tornarse positivas.</b>	La caída de las <b>tasas de inflación anuales</b> en el territorio negativo durante julio se ajusta a las previsiones. Está <b>previsto que se mantendrán en el territorio negativo en los próximos meses antes de volver a tornarse positivas</b> hacia finales de año.	Por los efectos base, <b>las tasas de inflación anual volverán a ser positivos en los siguientes meses.</b> Las previsiones de inflación de los economistas del BCE se han revisado ligeramente al alza.	<b>Las tasas de inflación se mantendrán muy por debajo del 2% en 2010. Las expectativas de inflación se mantienen firmes</b>
<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> Interpretación precavida de la información disponible.	<b>Equilibrados en líneas generales.</b>
<b>Análisis monetario</b>	<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 disminución del ritmo de expansión monetaria subyacente y la <b>disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo.</b>	Continúa la desaceleración de las dinámicas monetarias, lo cual confirma la evaluación de una disminución del ritmo de expansión monetaria subyacente y la <b>disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo.</b>	<b>Desaceleración continuada en el crecimiento monetario y crediticio.</b> La mejora gradual en las condiciones de la financiación y unos tipos de interés del mercado más bajos deberían apoyar la demanda del crédito en el período que tenemos por delante.	<b>Desaceleración continuada del ritmo subyacente de la expansión monetaria. Presiones inflacionarias bajas</b>
<b>Evolución</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Tipo de interés "Refi"</b>	1,00	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 (8 de octubre)**

14 de septiembre	Producción industrial en la zona euro, julio
14 de septiembre	Empleo en la zona euro, T2/09
14 de septiembre	Costes laborales de la zona euro, T2/09
16 de septiembre	Inflación en la zona euro, agosto
17 de septiembre	Balanza comercial de la zona euro, julio
17 de septiembre	Producción de la construcción en la zona euro, julio
23 de septiembre	Nuevos pedidos industriales en la zona euro, julio
29 de septiembre	Masas monetarias de la zona euro, agosto
29 de septiembre	Encuesta de empresas y consumidores de la zona euro, septiembre
30 de septiembre	Estimación preliminar de la zona euro, septiembre
1 de octubre	Desempleo en la zona euro, agosto
2 de octubre	Precios de la producción industrial de la zona euro, agosto
5 de octubre	Comercio minorista de la zona euro, agosto
5 de octubre	Índice PMI de la zona euro, septiembre
7 de octubre	Cuentas nacionales de la zona euro, segunda publicación T2/09