

# Observatorio BCE

## Europa

Madrid, 6 de junio de 2012  
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

Javier Amador  
javier.amador@bbva.com

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

Cristina Varela Donoso  
cvarela@bbva.com

## No sería apropiado que el BCE “cubriera la falta de acción de otras instituciones”

- **Tipos de interés sin cambios, aunque una minoría deseaba un recorte de tipos**
- **Ningún indicio sobre la posibilidad de nuevas LTRO a 3 años o la reactivación del SMP**
- **El BCE (aún) quiere que los gobiernos hagan más mientras mantiene su postura de que la política monetaria por sí sola no puede solucionar los problemas**

Tal como se esperaba, el BCE ha dejado el tipo de interés de referencia sin cambios en el 1,0% en la reunión de política monetaria celebrada hoy. La decisión fue tomada por “un consenso muy amplio”. Solo unos “cuantos miembros” hubieran preferido un recorte de tipos. Sin embargo, en el turno de preguntas, Draghi hizo hincapié en que los tipos ya están “muy bajos” y en que el escenario central de las previsiones económicas no ha cambiado. Después añadió que un recorte de los tipos de interés tendría muy pocos efectos económicos, ya que los recortes de tipos no ayudan mucho en tiempos de crisis. En este sentido, aunque se mantiene a la espera, el BCE dejó la puerta ligeramente abierta a un recorte de tipos. No obstante, parece que para adoptar esa medida sería necesario un empeoramiento considerable de las perspectivas, pues el impacto positivo sobre la actividad económica sería limitado.

No es de extrañar que el BCE parezca más preocupado por las perspectivas económicas, y ha habido cambios importantes en su discurso. El crecimiento se calificó como “débil” y las perspectivas están ahora sujetas a unos “riesgos a la baja incrementados” (la palabra “incrementados” se ha añadido a la declaración de este mes). Sin embargo, Draghi argumentó que hay “señales contradictorias” entre los datos reales y los datos preliminares, pues estos últimos apuntan con más fuerza a una contracción económica. Además, el escenario central de las previsiones del PIB real de 2012 no ha cambiado (el crecimiento del PIB real se sitúa en un rango entre -0,5% y 0,3%) mientras que hay una ligera reducción del rango previsto para 2013 (a 0,0% y 2,0% en comparación con el rango entre 0,0% y 2,2% anterior). La evaluación de la inflación se mantuvo sin cambios (“riesgos equilibrados en líneas generales”) y se produjo un estrechamiento de los rangos previstos para 2012 y 2013 (hasta un nivel entre 2,3% y 2,5% y entre 1,0% y 2,2%, respectivamente).

Como se anticipaba, el Consejo de gobierno decidió ampliar la provisión de liquidez a un tipo de interés fijo y “con cobertura total” a los bancos durante el 2S12 para las operaciones de financiación a una semana y a un mes (MRO y LTRO), “tanto tiempo como sea necesario”, y “al menos hasta el 15 de enero de 2013”. Esta decisión se aplicará también a las operaciones LTRO a tres meses, que finalizaban el 27 de junio, y podrán así extenderse hasta finales de 2012. A su vez, el BCE garantiza suficiente liquidez al menos hasta finales de año. Cuando se le preguntó sobre la posibilidad de nuevas LTRO a 3 años y sobre la reactivación del SMP (programa de compra de bonos del gobierno), dejó claro que la visión del BCE es que por el momento no hay falta de liquidez general<sup>1</sup>. Además, el BCE se mantiene en su postura de que la política monetaria no debe servir para paliar la falta de acción de otros, y aunque no cerró la puerta a LTRO adicionales a 3 años, cuestionó implícitamente la eficacia de las oportunidades ofrecidas por la segunda LTRO (política de avales más flexible), ya que no se aprovecharon al máximo.

<sup>1</sup> “El SMP y las LTRO están ahí. Es todo lo que puedo decir”.

El único indicio sobre la posibilidad de un apoyo adicional a corto plazo consistió en abrir la puerta a una mayor relajación de los requisitos de colaterales, pero subrayó que el "BCE mantendrá las líneas de liquidez abiertas a los bancos solventes".

En conclusión, no se han adoptado medidas preventivas para evitar una mayor "fragmentación" de los mercados financieros, pues el BCE se mantiene a la espera para ver cómo evolucionan los acontecimientos antes de responder. O bien el BCE cree que no puede hacer mucho más para ayudar (al menos a corto plazo), o bien no quiere arriesgarse a bajar la presión sobre los líderes de la zona euro para que den pasos hacia una solución en la próxima cumbre. El BCE quiere que los gobiernos hagan más, pero "está preparado para actuar" si las condiciones siguen deteriorándose.

**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,  
Barcelona, 3 May Frankfurt am Main, 6 June 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 Fernández Ordóñez 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 Commission Vice-President, Mr Rehn.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. ~~Inflation~~ While inflation rates are likely to stay above 2% ~~in~~ for the remainder of 2012. ~~However,~~ over the policy-relevant horizon, we expect price developments to remain in line with price stability. Consistent with this picture, the underlying pace of monetary expansion remains subdued. ~~Available indicators for the first quarter remain consistent with a stabilisation in economic activity at a low level. Latest survey indicators for the euro area highlight prevailing uncertainty. Looking ahead, economic activity is expected to recover gradually over the course of the year. At the same time, as we said previously, the economic outlook continues to be subject to downside risks.~~ 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. At the same time, economic growth in the euro area remains weak, with heightened uncertainty weighing on confidence and sentiment, giving rise to increased downside risks to the economic outlook.

~~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. Over the last few~~ In previous months we have implemented both standard and non-standard monetary policy measures. This combination of measures has ~~helped both the financial environment and~~ supported the transmission of our monetary policy. ~~Further developments will be closely monitored, keeping in mind that all our non-standard monetary policy measures are temporary in nature and that we maintain our full capacity to ensure medium-term price stability.~~ Today, we have decided to continue conducting our main refinancing operations (MROs) as fixed rate tender procedures with full allotment for as long as necessary, and at least until the end of the 12th maintenance period of 2012 on 15 January 2013. This procedure will also remain in use for the Eurosystem's special-term refinancing operations with a maturity of one maintenance period, which will continue to be conducted for as long as needed. The fixed rate in these special-term refinancing operations will be the same as the MRO rate prevailing at the time. Furthermore, the Governing Council has decided to conduct the three-month longer-term refinancing operations (LTROs) to be allotted until the end of 2012 as fixed rate tender procedures with full allotment. The rates in these three-month operations will be fixed at the average rate of the MROs over the life of the respective LTRO. Keeping in mind that all our non-standard monetary policy measures are temporary in nature, we will monitor further developments closely and ensure medium-term price stability for the euro area by acting in a firm and timely manner.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~Available indicators for the first quarter remain consistent with a stabilisation in economic activity at a low level. Latest signals from euro area survey data highlight prevailing uncertainty. At the same time, there are indications that the global recovery is proceeding.~~ On a quarterly basis, euro area real GDP growth was flat in the first quarter of 2012. Available indicators for the second quarter of the year point to a weakening of growth and highlight prevailing uncertainty. Looking beyond the short term, we continue to expect the euro area economy to recover gradually ~~in the course of the year, 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 economy.~~ However, ~~remaining~~ ongoing tensions in some 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 and high unemployment, are expected to continue to dampen the underlying growth momentum.

~~As we said previously, this~~ The June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual real GDP growth in a range between -0.5% and 0.3% for 2012 and between 0.0% and 2.0% for 2013. Compared with the March 2012 ECB staff macroeconomic projections, the range for 2012 remains unchanged, while there is a slight narrowing of the range for 2013.

In the Governing Council's assessment, the economic outlook ~~continues to be~~ for the euro area is subject to increased downside risks, relating, in particular ~~to an intensification of~~, to a further increase in the tensions in several euro area ~~debt~~ financial markets and their potential spillover to the euro area real economy, ~~as well as~~. Downside risks also relate to ~~further~~ possibly renewed increases in commodity prices over the medium term.

Euro area annual HICP inflation was 2.64% in ~~April~~ May 2012, according to Eurostat's flash estimate, after 2.76% in the previous ~~four months~~ month. Inflation is likely to stay above 2% ~~in 2012, for the remainder of the year, mainly owing to~~ increases in developments in energy prices, ~~as well as to rises in~~ and indirect taxes. ~~On~~

However, on the basis of current futures prices for commodities, annual inflation rates should fall below 2% again in early 2013. In this context, we will pay particular attention to any signs of pass-through from higher energy prices to wages, profits and general price setting. However, looking ahead, in an environment of modest growth in the euro area and well-anchored long-term inflation expectations, underlying price pressures should remain limited and subdued.

Risks to the outlook for HICP inflation rates in the coming years are still seen to be broadly balanced. Upside risks pertain to higher than expected commodity prices and indirect tax increases, while The June 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 2.3% and 2.5% for 2012 and between 1.0% and 2.2% for 2013. In comparison with the March 2012 ECB staff macroeconomic projections, there is a narrowing of the projection ranges for 2012 and 2013.

The Governing Council continues to view the risks to the medium-term outlook for price developments as broadly balanced. Upside risks pertain to further increases in indirect taxes, owing to the need for fiscal consolidation, and higher than expected commodity prices over the medium term. The main downside risks relate to the impact of weaker than expected developments in economic activity and growth in the euro area.

The monetary analysis indicates that the underlying pace of monetary expansion has remained subdued, with somewhat higher growth rates in the past few first four months of 2012. The annual growth rate of M3 was 3.1% in April, down from 3.1% in March 2012, compared with 2.8% in February. Since January we have observed a strengthening, following strong inflows into money in the deposit base of banks first quarter of the year. The moderation in annual M3 growth in April was mainly driven by outflows from overnight deposits belonging to non-monetary financial intermediaries (which includes entities like central counterparties, investment funds and securitisation vehicles).

The annual growth rates of loans to non-financial corporations and loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) stood at 0.5% and 1.7% respectively in March, both slightly lower than in February. The volume of MFI loans to non-financial corporations and households remained practically unchanged compared with the previous month.

The annual growth rate of loans to the private sector (adjusted for loan sales and securitisation) declined to 0.8% in April (from 1.2% in March), owing to negative loan flows to non-monetary financial intermediaries. At the same time, monthly flows of loans to non-financial corporations and households were moderately positive in April and the annual rates of growth (adjusted for loan sales and securitisation) stood at 0.7% and 1.5% respectively in April, broadly unchanged from March.

Money and credit data up to March confirm a broad stabilisation of financial conditions and thereby provide evidence that, as intended by our policy measures, the avoidance of an abrupt and disorderly adjustment in the balance sheets of credit institutions. In this context, the April bank lending survey indicates that the net tightening of credit standards by euro area banks declined substantially in the first quarter of 2012 as compared with late 2011, for both loans to non-financial corporations and loans to households, also on account of improvements in funding conditions for banks. As also indicated in the bank lending survey, the demand for credit remained subdued in the first quarter of 2012, reflecting weak economic activity and the ongoing process of balance sheet adjustment in non-financial sectors. The full supportive impact of the Eurosystem's non-standard measures will need time to unfold and to have a positive effect on the growth of loans when demand recovers. In this context, it should be noted that the second three-year longer term refinancing operation was only settled on 1 March 2012 has not materialised. Given the current cyclical situation and the ongoing adjustment in the balance sheets of households and enterprises, subdued credit demand is likely to prevail in the period ahead.

Looking ahead, it is essential for banks to continue to strengthen their resilience further, including by retaining earnings. 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.

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.

It is of utmost importance to ensure fiscal sustainability and sustainable growth in the euro area. Most euro area countries made good progress in terms of fiscal consolidation in 2011. While the necessary comprehensive fiscal adjustment is weighing on near term economic growth, its successful implementation will contribute to the sustainability of public finances and thereby to the lowering of sovereign risk premia. In an environment of enhanced confidence in fiscal balances, private sector activity should also be fostered, supporting private investment and medium term growth.

At the same time, together with fiscal consolidation, growth and growth potential in the euro area need to be enhanced by decisive structural reforms. In this context, facilitating entrepreneurial activities, the start-up of new firms and job creation is crucial. Policies aimed at enhancing competition in product markets and increasing the wage and employment adjustment capacity of firms will foster innovation, promote job creation and boost longer term growth prospects. Reforms in these areas are particularly important for countries which have suffered significant losses in cost competitiveness and need to stimulate productivity and improve trade performance.

In this context, let me make a few remarks on the adjustment process within the euro area. As we know from the experience of other large currency areas, regional divergences in economic developments are a normal feature. However, considerable imbalances have accumulated in the last decade in several euro area countries and they are now in the process of being corrected.

~~As concerns the monetary policy stance of the ECB, it has to be focused on the euro area. Our primary objective remains to maintain price stability over the medium term. This is the best contribution of monetary policy to fostering growth and job creation in the euro area.~~

~~Addressing divergences among individual euro area countries is the task of national governments. They must undertake determined policy actions to address major imbalances and vulnerabilities in the fiscal, financial and structural domains. We note that progress is being made in many countries, but several governments need to be more ambitious. Ensuring sound fiscal balances, financial stability and competitiveness in all euro area countries is in our common interest.~~

Let me now make a few remarks relating to **fiscal and economic policies**. Significant progress has been achieved with fiscal consolidation over recent years. It is of crucial importance to continue with the efforts to restore sound fiscal positions and to regain competitiveness. These are pre-conditions for stable economic growth. As a natural complement, the implementation of the new macroeconomic surveillance framework under the EU semester is necessary. In several euro area countries, excessive imbalances exist and need to be corrected. To this end, comprehensive product, labour and financial sector reforms will help foster sustainable growth. Competition should be strengthened in product markets, not least by the completion of the Single Market, and wages should adjust in a flexible manner, reflecting labour market conditions and productivity. These growth-enhancing reforms would accelerate the necessary adjustment process and enhance job creation.

Finally, the Governing Council very much welcomes leaders at the last European Council meeting agreeing to step up their reflections on the long-term vision for Economic and Monetary Union. The Governing Council considers this a highly important step.

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](http://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.**