

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 5 de julio de 2012
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Javier Amador
javier.amadord@bbva.com

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

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenez@grupobbva.com

El tipo de interés de referencia se recorta al mínimo histórico del 0,75% a medida que la recesión se extiende al centro de la zona euro

- La banda de fluctuación se mantiene sin cambios (en +/-75 pb), dejando así la facilidad de depósito en el 0,0%
- Draghi dice que se están materializando los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona euro
- No se han adoptado nuevas medidas no convencionales

Tal como se esperaba, en la reunión sobre política monetaria celebrada hoy, el BCE decidió recortar el tipo de referencia principal en un 0,25%, hasta dejarlo en el mínimo histórico del 0,75%. También recortó el tipo de interés para depósitos y el tipo de interés para préstamos marginal en 25 pb, dejando por tanto sin revisar la banda de fluctuación de los tipos de interés (en +/-75 pb).

La decisión fue "unánime en todos los terrenos" y "esto en sí mismo le da una fortaleza especial". El BCE justificó el recorte de tipos aduciendo que "los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona euro se están materializando ahora y enfriarán el comportamiento de los precios". En la declaración se añadió una referencia al "nuevo" deterioro del crecimiento económico en el 2T y la expresión "incertidumbre reinante" se cambió por "incertidumbre elevada". En el turno de preguntas, Draghi añadió que el BCE observa ahora que el crecimiento se ha debilitado en toda la zona euro. Sin embargo, hizo hincapié en que por ahora su "escenario central no ha cambiado" y todavía creen que se producirá "una recuperación lenta y gradual hacia el final del año". En este contexto, Draghi no dio indicios de ningún otro recorte adicional a corto plazo.

En cuanto al efecto del recorte de los tipos, Draghi subrayó que "la razón por la que esta señal de precios tendrá un efecto más poderoso que antes es que ha ido acompañada de una reducción en el tipo de interés de la facilidad de depósito, aunque dijo que "no ve cambios en el comportamiento de los bancos". Creemos que el efecto sobre los préstamos será escaso, pues el canal de crédito de la política monetaria no funciona correctamente. También creemos que lo más probable que los usuarios de la facilidad de depósito no cambien su comportamiento en lo que respecta a la acumulación de liquidez. En cualquier caso, el recorte del tipo de referencia es positivo, ya que reduce los costes de financiación de los bancos, especialmente en los países periféricos, donde los bancos dependen mucho más de la liquidez del BCE.

En lo que respecta a las medidas no convencionales, el BCE no anunció ninguna medida extraordinaria, aunque Draghi afirmó que el marco de avales tendrá que ser revisado. En este contexto, también quiso subrayar que el BCE mantendrá abiertas todas las líneas de liquidez a los bancos solventes.

En cuanto a las normas de aval, desde su última reunión el BCE ha actuado en ambas direcciones, con normas de ajuste y de flexibilización. Por un lado, el 22 de junio el BCE adoptó nuevas medidas para incrementar la disponibilidad de avales para las contrapartes bajando los umbrales de calificación de determinados valores respaldados por activos. Por otro lado, el BCE endureció sus condiciones de préstamo sobre los bancos al anunciar a comienzos de esta semana que no aceptaría mayores niveles de bonos bancarios garantizados por el gobierno como aval para las operaciones de refinanciación. Sin embargo, el Banco Central dejó la puerta abierta a las excepciones si la solicitud va acompañada de un plan de financiación.

En resumen, no parece que vayan a tomarse nuevas medidas inmediatas, convencionales o no convencionales, más allá de que se efectúe algún ajuste en las normas de aval. No obstante, no se pueden descartar nuevas medidas si la crisis financiera vuelve a agravarse en los próximos meses.

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,
Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB,
Frankfurt am Main, ~~6 June~~5 July 2012**

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. 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~~cut the **key ECB interest rates** ~~unchanged~~. ~~While inflation rates are likely to stay above 2% for the remainder of 2012, over the policy-relevant horizon we expect price developments to remain in line with price stability by 25 basis points.~~ Inflationary pressure over the policy-relevant horizon has been dampened further as some of the previously identified downside risks to the euro area growth outlook have materialised. 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. At the same time, economic growth in the euro area ~~remains continues to remain~~ weak, with heightened uncertainty weighing on confidence and sentiment, ~~giving rise to increased downside risks to the economic outlook.~~

~~In previous months we~~We have implemented both standard and non-standard monetary policy measures. This combination of measures has supported the transmission of our monetary policy. ~~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.~~All our non-standard monetary policy measures are temporary in nature and we maintain our full capacity to ensure medium-term price stability by acting in a firm and timely manner. Let me also remind you of the decision taken by the Governing Council on 22 June 2012 concerning further measures to increase collateral availability for counterparties.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. On a quarterly basis, euro area real GDP growth was flat in the first quarter of 2012. ~~Available indicators~~, following a decline of 0.3% in the previous quarter. Indicators for the second quarter of ~~the year~~2012 point to a renewed weakening of economic growth and ~~highlight prevailing~~heightened uncertainty. Looking beyond the short term, we ~~continue to~~ expect the euro area economy to recover gradually. ~~However, ongoing~~, although with momentum dampened by a number of factors. In particular, tensions in some euro area sovereign debt markets and their impact on credit conditions, the process of balance sheet adjustment in the financial and non-financial sectors and high unemployment are expected to ~~continue to dampen~~weigh on the underlying growth momentum.

~~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 risks surrounding the economic outlook for the euro area ~~is subject to increased~~continue to be on the downside ~~risks relating~~. They ~~relate~~, in particular, to a ~~further renewed~~ increase in the tensions in several euro area financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. Downside risks also relate to possibly renewed increases in ~~commodity~~energy prices over the medium term.

Euro area annual HICP inflation was 2.4% in ~~May~~ June 2012, according to Eurostat's flash estimate, ~~after 2.6% in unchanged from~~ the previous month. ~~Inflation is likely to stay above 2% for the remainder of the year, mainly owing to developments in energy prices and indirect taxes. However, on~~ On the basis of current futures prices for ~~commodities, annual~~ oil, inflation rates should ~~fall~~ decline further in the course of 2012 and ~~be again below 2% again in early 2013. Looking ahead~~ 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 ~~subdued~~ moderate.

~~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~~ Taking into account today's decisions, risks to the ~~medium term~~ outlook for price developments ~~as~~ continue to be broadly balanced over the medium term. The main downside risks relate to the impact of weaker than expected growth in the euro area. Upside risks pertain to further increases in indirect taxes, owing to the need for fiscal consolidation, and higher than expected ~~commodity~~ energy prices over the medium term. ~~The main downside risks relate to the impact of weaker than expected growth in the euro area.~~

~~The~~ Turning to the ~~monetary analysis indicates that~~, the underlying pace of monetary expansion has remained subdued, with short-term developments displaying some volatility. The increase in the ~~first four months of 2012. The annual growth rate of M3 fell to 2.9% in May, up from 2.5% in April, down from 3.1% in March, following strong inflows into money in the first quarter of the year. The moderation in annual M3 growth~~ and close to the 3.0% observed in March, mainly reflected a reversal of the outflows in April ~~was mainly driven by outflows~~ from overnight deposits belonging to non-monetary financial intermediaries (which includes entities like central counterparties, particularly investment funds and securitisation vehicles). In addition to an increased preference for deposits with shorter maturities, these factors have also shaped M1 developments, with the annual growth rate increasing from 1.8% in April to 3.3% in May.

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 4% in May (from 0.8% in April). Annual growth rates for loans to both non-financial corporations and households were moderately positive in April and the annual rates of growth (adjusted for loan sales and securitisation) stood at~~ also decreased in May, to 0.72% and 1.53% respectively ~~in April, broadly unchanged from March.~~

~~Money and credit data up to April provide evidence that, as intended by our policy measures, an abrupt and disorderly adjustment in the balance sheets of credit institutions has not materialised. Given, with negative monthly loan flows to non-financial corporations. To a large extent, subdued loan growth reflects the current cyclical situation, heightened risk aversion, and the ongoing adjustment in the balance sheets of households and enterprises, subdued~~ which weigh on credit demand ~~is likely to prevail in the period ahead.~~

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

To sum up, ~~taking into account today's decisions~~, 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.

Let me now make a few remarks relating to ~~fiscal and economic other~~ 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. We welcome the European Council conclusions of 29 June 2012 to take action to address financial market tensions, restore confidence and revive growth. We agree that Economic and Monetary Union needs to be put on a more solid basis for the future and that sustainable growth, sound public finances and structural reforms to boost competitiveness remain key economic priorities. We welcome the decision to develop a specific and time-bound road map for the achievement of a genuine

Economic and Monetary Union. We also welcome the euro area summit initiative towards a single supervisory mechanism, the possibility - with appropriate conditionality - to recapitalise banks directly, and the use of existing EFSF/ESM instruments in a flexible and efficient manner in order to stabilise markets. Finally, the ECB is ready to serve as an agent to the EFSF/ESM in conducting market operations.

~~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.~~

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.