

Observatorio BCE

Europa

Madrid,
1 de agosto de 2013
Análisis Económico

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

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

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

El BCE mantiene una postura moderada

- **La política monetaria seguirá siendo acomodaticia durante un largo periodo de tiempo**
- **Se perciben tímidas señales de estabilización de la actividad económica**
- **El Consejo está debatiendo la posibilidad de publicar las actas de sus reuniones**

Tal como se había previsto, en la reunión de política monetaria celebrada hoy, el BCE ha mantenido el tipo de interés de referencia sin cambios en el 0,5% y no ha adoptado nuevas medidas de liquidez no convencionales. Por lo que respecta a las perspectivas económicas, la actividad parece haberse estabilizado, según las encuestas que muestran una nueva mejoría. El Sr. Draghi señaló que podría producirse una "recuperación gradual de la actividad económica en lo que resta de este año y en 2014", si bien adoptó un tono cauto y recalzó que "las señales que percibimos en estos momentos confirman las previsiones centrales de los economistas del BCE para la segunda mitad del año." En general, el tono fue moderado y se mantuvo la tendencia a la flexibilización. En particular, el Sr. Draghi indicó que los tipos oficiales del BCE "no han alcanzado el límite cero" y subrayó que estos tipos "se mantendrán en su nivel actual o se reducirán." El Sr. Draghi reiteró que la postura monetaria sigue siendo acomodaticia, los riesgos inflacionistas a medio plazo están "equilibrados en líneas generales", mientras que los riesgos para las perspectivas económicas siguen inclinados a la baja.

El BCE ha consolidado la estrategia de conducción de expectativas del mes pasado, y repitió que el Consejo de gobierno unánimemente "espera que los tipos oficiales del BCE se mantengan en su nivel actual o incluso en niveles inferiores durante un largo periodo de tiempo." Asimismo, el comunicado añadió que su expectativa sigue estando basada en "una perspectiva de inflación moderada y sin cambios a medio plazo, dada la debilidad generalizada de la economía y la dinámica monetaria moderada." Durante la conferencia de prensa, el Sr. Draghi añadió que el Consejo había debatido la necesidad de repetir el mensaje anterior en todos sus comunicados, o bien omitirlo y únicamente comunicar un cambio de política: por una parte, la repetición evita que los mercados interpreten erróneamente el silencio como un cambio de actitud, y por otra parte, repetir el mensaje cada mes podría llevar a los mercados a equiparar "periodo prolongado de tiempo" con tan solo "un mes". Por el momento, el Consejo ha optado por la repetición. El Sr. Draghi también añadió que el Consejo no había debatido el uso de objetivos o umbrales explícitos. Sin embargo, manifestó que el discurso actual es bastante más firme que la mera comunicación de las perspectivas: las opiniones sobre la inflación, la actividad y los mercados financieros no fueron las del BCE, sino directamente las de los miembros del Consejo. Asimismo, el Sr. Draghi señaló que existen diversas maneras de comunicar de antemano el fin de la política actual, una tarea que en estos momentos únicamente está emprendiendo la Fed.

Por lo que respecta a la posibilidad de publicar las actas de las reuniones del BCE, como hacen otros bancos centrales, el Sr. Draghi indicó que este debate se encuentra en sus fases iniciales y que el consejo presentará una propuesta en otoño. El Sr. Draghi añadió que "se trata de un debate sumamente complejo y es una de esas decisiones que se debe consensuar." Recalzó que cualquier cambio en la comunicación debe respetar la configuración del BCE sin cuestionar la independencia de los miembros del Consejo.

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, Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, ~~4 July~~1 August 2013

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 the **key ECB interest rates** unchanged. Incoming information has confirmed our previous assessment. Underlying price pressures in the euro area are expected to remain subdued over the medium term. In keeping with this picture, monetary and, in particular, credit dynamics remain subdued. Inflation expectations for the euro area 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, recent confidence indicators based on survey data have shown some further improvement from low levels and tentatively confirm the expectation of a stabilisation in economic activity. Our monetary policy stance ~~is~~ continues to be geared towards maintaining the degree of monetary accommodation warranted by the outlook for price stability and promoting stable money market conditions. It thereby provides support to a gradual recovery in economic activity ~~later~~ in the remaining part of the year and in 2014. Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary. The Governing Council confirms that it expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation ~~is~~ continues to be based on ~~the~~ an unchanged overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the ~~real~~ economy and subdued monetary dynamics. In the period ahead, we will monitor all incoming information on economic and monetary developments and assess any impact on the outlook for price stability.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~Real GDP declined by 0.3% in the first quarter of 2013, following a contraction of 0.6% in the last quarter of 2012. Following a six-quarter economic contraction in the euro area, recent confidence indicators based on survey data have shown some further improvement from low levels and tentatively confirm the expectation of a stabilisation in economic activity at low levels.~~ At the same time, labour market conditions remain weak. ~~Recent developments in cyclical indicators, particularly those based on survey data, indicate some further improvement from low levels.~~ Looking ahead to ~~later in~~ the remainder of the year and to 2014, euro area export growth should benefit from a gradual recovery in global demand, while domestic demand should be supported by the accommodative monetary policy stance as well as the recent gains in real income owing to generally lower inflation. Furthermore, ~~notwithstanding recent developments,~~ the

overall improvements in financial markets seen since last summer ~~should work~~ appear to be gradually working their way through to the real economy, as should the progress made in fiscal consolidation. This being said, the remaining necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors will continue to weigh on economic activity. Overall, euro area economic activity should stabilise and recover ~~in the course of the year, albeit~~ at a ~~subdued~~ slow pace.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area continue to be on the downside. ~~The recent tightening of~~ Recent developments in global money and financial market conditions and related uncertainties may have the potential to negatively affect economic conditions. Other downside risks include the possibility of weaker than expected domestic and global demand and slow or insufficient implementation of structural reforms in euro area countries.

~~As stated in previous months, annual inflation rates are expected to be subject to some volatility throughout the year owing particularly to base effects.~~ According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 1.6% in July 2013, unchanged from June 2013, up from 1.4% in May. This increase reflected an upward base effect. Annual inflation rates are currently expected to temporarily fall over the coming months, owing particularly to base effects relating to energy price developments twelve months earlier. ~~However~~ Taking the appropriate medium-term perspective, underlying price pressures are expected to remain subdued ~~over the medium term~~, reflecting the broad-based weakness in aggregate demand and the modest pace of the recovery. Medium to long-term inflation expectations ~~remain~~ continue to be firmly anchored in line with price stability.

The risks to the outlook for price developments are expected to be still broadly balanced over the medium term, with upside risks relating to stronger than expected increases in administered prices and indirect taxes, as well as higher commodity prices, and downside risks stemming from weaker than expected economic activity.

Turning to the **monetary analysis**, ~~recent data confirm the subdued monetary~~ underlying money and, in particular, credit ~~dynamics~~ growth remained subdued in June. Annual growth in broad money (M3) decreased in ~~May~~ June to 2.93%, from ~~3.2.9%~~ in ~~April~~ May. Moreover, annual growth in M1 decreased to ~~8.4% in May, from 8.7.5% in April.~~ June, from 8.4% in May. The annual rate of change of loans to the private sector ~~remained negative~~ weakened further. While the annual growth rate of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) remained at 0.3% in ~~May~~ June, broadly unchanged since the turn of the year, the annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) ~~weakened further to~~ was -2.3% in June, after -2.1% in May, ~~from -1.9% in April. As in April, strong monthly net redemptions in May were concentrated in short-term loans, possibly reflecting reduced demand for working capital against the background of weak order books in early spring. More generally, weak.~~ Weak loan dynamics continue to reflect primarily the current stage of the business cycle, heightened credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets.

The bank lending survey for the second quarter of 2013 confirms that borrowers' risk and macroeconomic uncertainty remained the main factors restraining banks' lending policies. At the same time, the degree of net tightening of credit standards for loans to non-financial corporations remained unchanged in the second quarter of 2013, compared with the first quarter, and declined for loans to households.

Since the summer of 2012 substantial progress has been made in improving the funding situation of banks and, in particular, in strengthening the domestic deposit base in a number of stressed countries. ~~This has contributed to reducing reliance on Eurosystem funding, as reflected in the ongoing repayments of the three-year longer term refinancing operations (LTROs).~~ In order to ensure an adequate transmission of monetary policy to the financing conditions in euro area countries, it is essential that the fragmentation of euro area credit markets ~~continues to decline~~declines further and that the resilience of banks is strengthened where needed. Further decisive steps for establishing a Banking Union will help to accomplish this objective. ~~In particular, the future Single Supervisory Mechanism and a Single Resolution Mechanism are crucial elements for moving towards re-integrating the banking system and therefore require swift implementation.~~

To sum up, the economic analysis indicates that price developments should remain in line with price stability over the medium term. A ~~cross-check~~check with the signals from the monetary analysis confirms this picture.

~~With regard to **other economic policies**, the Governing Council notes the initiatives taken by the European Council of 27-28 June 2013 in the areas of youth unemployment, investment and financing of small and medium-sized enterprises, as well as the European Council's endorsement of the country-specific recommendations of the 2013 European semester. The Governing Council stresses that implementation of these recommendations is essential to contribute to a sustainable recovery in the euro area. Moreover, the new European governance framework for fiscal and economic policies should be applied in a steadfast manner and much more determined efforts should be pursued to carry forward structural reforms to foster growth and employment. In this respect, the Governing Council deems it particularly important to target competitiveness and adjustment capacities in labour and product markets. Finally, the Governing Council welcomes the setting out of a number of steps towards the completion of the Banking Union as moves in the right direction, but also urges that they be implemented swiftly.~~

As regards **fiscal policies**, in order to bring debt ratios back on a downward path, euro area countries should not unravel their efforts to reduce government budget deficits. The emphasis should be on growth-friendly fiscal strategies which have a medium-term perspective and combine improving the quality and efficiency of public services with minimising distortionary effects of taxation. To reinforce the overall impact of such a strategy, Member States must step up the implementation of the necessary **structural reforms** so as to foster competitiveness, growth and job creation. Removing rigidities in the labour market,

lowering the administrative burden and strengthening competition in product markets will particularly support small and medium-sized enterprises. These structural reform measures are essential to bring down the currently high level of unemployment, in particular among the younger citizens of the euro area.

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.