

Observatorio BCE

Europa

Madrid,
5 de septiembre 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

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com

Continúa el tono moderado a pesar de la revisión macroeconómica al alza

- Se debatió un recorte de los tipos debido a que la recuperación está "todavía verde"
- El BCE no hizo hincapié en que los datos mejoraron las previsiones. Cambios mínimos en las previsiones del BCE
- El BCE vigila de cerca la evolución de los mercados monetarios
- Draghi aclara la estrategia de *forward guidance*

Tal como se había previsto, en la reunión sobre política monetaria celebrada hoy el BCE ha dejado el tipo de interés de referencia sin cambios en el 0,5% y no ha adoptado nuevas medidas de liquidez no convencionales. Draghi dijo que en el Consejo de Gobierno se había debatido la posibilidad de efectuar un recorte en los tipos de interés, y destacó que la economía es "demasiado débil para excluir el debate sobre los tipos". En este sentido, se mantuvo cauto sobre la recuperación al poner de relieve que "los brotes todavía están muy verdes". Además, reiteró que la postura monetaria seguirá siendo acomodaticia durante tanto tiempo como sea necesario, en línea con el *forward guidance* ofrecido en julio, los riesgos de la inflación a medio plazo siguen "equilibrados en líneas generales" y que los riesgos para las perspectivas económicas siguen inclinados a la baja.

En la declaración del BCE se incluyó una referencia explícita a las condiciones de los mercados monetarios. En concreto, el Banco Central seguirá "especialmente atento a las repercusiones" que la evolución de esos mercados pueda tener sobre su postura de política monetaria. Draghi señaló que los mercados monetarios se han visto afectados por la reducción gradual del exceso de liquidez. Aunque indicó que el exceso de liquidez actual es adecuado, dijo que el BCE "está preparado para reaccionar sobre la liquidez". El superávit de liquidez se ha mantenido estable en torno a 250.000 millones de euros en los dos últimos meses. En su boletín mensual, el BCE manifestó que "en general, si el exceso de liquidez se mantiene por encima de un determinado umbral que se calcula en el rango entre 100.000 millones y 200.000 millones de euros, se prevé que los tipos de interés de los mercados monetarios a corto plazo se mantendrán un poco por encima del tipo de interés para depósitos". Una vez más, el BCE podría plantearse nuevas medidas en esta materia. En general, nuestro escenario central sigue siendo que el BCE no tomará más medidas en los próximos trimestres, aunque no descartamos medidas adicionales si la recuperación no se afianza.

En respuesta a las preguntas sobre el *forward guidance* introducido en julio, Draghi quiso recalcar la unanimidad del Consejo de Gobierno para mantener la orientación actual, a la vez que reiteró "el sesgo a la baja de los tipos de interés durante un periodo de tiempo prolongado". También aprovechó la oportunidad para aclarar que el *forward guidance* es "cualitativo" (en vez de cuantitativo) y que "desean mantener este tipo de orientación". Además, dijo que el *forward guidance* "es la explicación de la función de reacción y no constituye un cambio de la misma".

Las previsiones actualizadas del BCE solo mostraron pequeños ajustes debido a los datos entrantes, pero no implican ningún cambio significativo en su valoración de las perspectivas económicas en el horizonte previsible: una recuperación lenta y gradual de la actividad en los próximos trimestres, un poco más moderada en el 2S13, con la inflación relativamente estable y muy por debajo del objetivo del BCE. En concreto, ahora se prevé que el PIB caerá un -0,4% en 2013 (en vez del -0,6% previsto en junio), lo que coincide con nuestras previsiones de hace tres meses. Creemos que la revisión de +0,2 pp o de +0,3 pp responde

básicamente a la incorporación de nuevos datos (+0,3% t/t en el 2T13 y quizá pequeñas revisiones al alza de +0,1 pp en el 4T12 y en el 1T13, aunque no estamos seguros de que el BCE haya utilizado esta última información, que se publicó ayer), de modo que para llegar a la previsión actual del BCE deberá producirse una moderación del crecimiento en la segunda mitad del año. Esto está en línea con la valoración de Draghi acerca de la fugacidad del repunte de la actividad en el 2T13 y es coherente con su revisión a la baja de -0,1 pp en el crecimiento del PIB de 2014, que ahora sitúan en el 1% (BBVA Research: 1%). En cambio, si tenemos en cuenta los datos disponibles hasta agosto, nuestros modelos indican que el crecimiento trimestral del PIB podría acelerarse en el 3T13 (hasta aproximadamente un 0,3% / 0,4% t/t), así que creemos que la caída del PIB podría incluso reducirse unas cuantas décimas en el presente año, lo que mejoraría nuestra última previsión de -0,4% para 2013. En general, tal como ha señalado el BCE, los riesgos siguen inclinándose claramente a la baja influidos por posibles incrementos de los precios de las materias primas, por la desaceleración de la demanda mundial o por la falta de respuesta en Europa. En lo que respecta a la evolución de los precios, las previsiones del BCE siguen siendo que en los próximos meses la inflación se mantendrá en los niveles bajos actuales y se situará en el 1,5% en 2013 (+0,1 pp con respecto a junio), y en el 1,3% en 2014, en línea con nuestras previsiones (1,5% y 1,4%, respectivamente), con los riesgos equilibrados en términos generales. Draghi destacó que la inflación seguirá contenida a medio plazo a causa de la debilidad de la demanda agregada y el lento repunte de la actividad, lo que no supone novedad alguna.

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, ~~1 August~~ 5 September 2013

Ladies and gentlemen, ~~the Vice-President and I~~ am very pleased to welcome you to our press conference. ~~We~~ will now report on the outcome of today's meeting of the Governing Council.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. Incoming information ~~has confirmed~~ and analysis have further underpinned 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.~~ At the same time, real GDP growth in the second quarter was positive, after six quarters of negative output growth, and confidence indicators up to August confirm the expected gradual improvement in economic activity from low levels. Our monetary policy stance 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 ~~in the remaining part of the year and in 2014~~. Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary, in line with the forward guidance provided in July. 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 continues to be based on an unchanged overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the 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 medium-term outlook for price stability. With regard to money market conditions, these have also been influenced by a gradual reduction in excess liquidity. Repayments of funds taken up in the context of the three-year longer-term refinancing operations reflect improvements in financial market confidence, some reduction in financial market fragmentation and the ongoing deleveraging by euro area banks. We will remain particularly attentive to the implications that these developments may have for the stance of monetary policy.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~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. Looking ahead to 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. Following six quarters of negative output growth, euro area real GDP rose, quarter on quarter, by 0.3% in the second quarter of 2013. This increase is partly explained by transitory effects related to weather conditions in the first half of this year. Since then, survey-based confidence indicators up to August have improved further from low levels, overall confirming our previous expectations of a~~

gradual recovery in economic activity. Looking ahead to the remainder of the year and to 2014, in line with our baseline scenario, output is expected to recover at a slow pace, in particular owing to a gradual improvement in domestic demand supported by the accommodative monetary policy stance. Euro area economic activity should, in addition, benefit from a gradual strengthening of external demand for exports. Furthermore, the overall improvements in financial markets seen since last summer appear to be gradually working their way through to the real economy, as should the progress made in fiscal consolidation. In addition, real incomes have benefited recently from generally lower inflation. This being said, ~~the remaining unemployment in the euro area remains high, and the~~ 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 at a slow pace.~~

This assessment is also reflected in the September 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual real GDP declining by 0.4% in 2013 and increasing by 1.0% in 2014. Compared with the June 2013 Eurosystem staff macroeconomic projections, the projection for 2013 has been revised upwards by 0.2 percentage point, largely reflecting incoming data. For 2014 there has been a downward revision of 0.1 percentage point.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area continue to be on the downside. 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~~ higher commodity prices in the context of renewed geopolitical tensions, weaker than expected ~~domestic and~~ global demand and slow or insufficient implementation of structural reforms in euro area countries.

According to Eurostat's flash estimate, as expected, euro area annual HICP inflation was 1.3% in August 2013, down from 1.6% in July 2013, unchanged from June. ~~Annual June and July.~~ On the basis of current assumptions for energy and exchange rate developments, annual inflation rates are ~~currently~~ expected to temporarily fall over ~~remain low in~~ the coming months, owing ~~particularly to base effects relating in particular~~ to energy price developments ~~twelve months earlier~~. Taking the appropriate medium-term perspective, underlying price pressures are expected to remain subdued, reflecting the broad-based weakness in aggregate demand and the modest pace of the recovery. Medium to long-term inflation expectations continue to be firmly anchored in line with price stability.

This assessment is also reflected in the September 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee annual HICP inflation at 1.5% in 2013 and 1.3% in 2014. In comparison with the June 2013 Eurosystem staff macroeconomic projections, the projection for inflation for 2013 has been revised upwards by 0.1 percentage point, while the projection for 2014 remains unchanged.

The risks to the outlook for price developments are expected to be still broadly balanced over the medium term, with upside risks relating in particular to higher commodity prices as well as 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**, data for July confirm that underlying broad money (M3) and, in particular, credit growth remained subdued ~~in June~~. Annual growth in broad money (M3) decreased further in ~~June~~ July to 2.32%, from 2.94% in ~~May~~. ~~Moreover, annual June.~~ Annual growth in M1 remained strong but decreased to 7.1% in July, from 7.5% in ~~June~~, ~~from 8.4% in May.~~ M3 growth continued to be mainly supported by net capital inflows into the euro area, while the annual rate of change of loans to the private sector weakened further. The annual ~~rate of change of loans to the private sector weakened further.~~ ~~While the annual~~ growth

rate of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) remained at 0.3% in ~~June~~ July, broadly unchanged since the turn of the year, ~~the~~ The annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) was -2.8% in July, compared with -2.3% in June, after -2.1% in May. 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. 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 declines further and that the resilience of banks is strengthened where needed. Further decisive steps ~~for establishing a Banking Union~~ to establish a banking union will help to accomplish this objective.

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.

~~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. In order to further reduce imbalances and to foster competitiveness, growth and job creation, euro area countries need to continue with their reform agenda. As regards **fiscal policies**, governments should not unravel their efforts to reduce deficits and put debt ratios on a downward path. The emphasis~~ composition of fiscal consolidation should be ~~on~~ geared towards growth-friendly **fiscal strategies** measures 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. In terms of **economic policies**, product market reforms to increase competitiveness will facilitate the creation of new businesses, support the tradable goods sector and foster job creation, while high unemployment rates require decisive structural reforms to reduce rigidities in labour markets and to increase labour demand.~~

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.