

# Observatorio BCE

## Europa

Madrid, 26 de abril 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

## Es probable que se anuncie un recorte de los tipos en el futuro próximo

- Los datos económicos publicados recientemente son decepcionantes, mientras se extienden perspectivas preocupantemente pesimistas al comienzo del segundo trimestre de 2013
- Los comentarios moderados de los miembros del Consejo de gobierno del BCE apuntan a un recorte de los tipos

**Conclusión:** es muy probable que el BCE recorte en breve su tipo de referencia principal en 25 puntos básicos, ya que los datos económicos publicados recientemente muestran que el empeoramiento de las condiciones se está extendiendo a las economías centrales, incluida Alemania. Consideramos más probable que el recorte de los tipos se anuncie en la reunión de junio, aunque podría adelantarse a mayo. El BCE probablemente mantendrá invariable tanto el tipo de interés para depósitos como el tipo de interés marginal para préstamos (el BCE ha manifestado en varias reuniones que “fijar un tipo negativo es adentrarse en aguas inexploradas”), reduciendo así la banda de fluctuación de los tipos de interés de +/-75 pb a +/-50 pb. Cualquier sorpresa en este sentido debería interpretarse como un giro más innovador.

**Datos más recientes:** a pesar de la mejora continuada de las condiciones en los mercados financieros, el índice PMI preliminar de abril resultó algo decepcionante y no invirtió la fuerte caída de febrero y marzo. Y lo que es más importante, la debilidad parece estar extendiéndose a Alemania. El índice PMI y la encuesta IFO de Alemania se situaron por debajo de las previsiones, acrecentando las dudas acerca de la recuperación gradual prevista para el resto del año. Asimismo, los indicios de una cierta desaceleración en otras áreas económicas (China y EE. UU.), junto con el impacto de la agresiva medida política monetaria de Japón, han agravado el riesgo de una caída de las exportaciones y un menor crecimiento. Aunque es poco probable que el crecimiento en Europa sea peor de lo que indican las previsiones del BCE, las perspectivas para Europa siguen siendo inciertas y han aumentado los riesgos a la baja.

Por lo que respecta a la estabilidad de los precios, la inflación en la zona euro ha seguido moderándose desde el cuarto trimestre de 2012, debido no solo al significativo efecto base de los precios de la energía, sino también a la moderación de la inflación de los componentes básicos, reflejando la debilidad de la demanda interna. Esperamos que la inflación se reduzca hasta un 1,4% interanual para el mes de abril, y posteriormente podría rondar un 1,5% interanual durante la segunda mitad del año, bastante por debajo del objetivo de inflación implícito del 2%. Es probable que la inflación subyacente se siga estabilizando, fluctuando en torno a las tasas actuales (1,4% interanual) durante este año. Asimismo, las perspectivas de nuevos choques al alza resultantes de los precios del petróleo son muy bajas, mientras que parecen disiparse los riesgos de una subida de los impuestos indirectos (quizás con la excepción de Italia), especialmente dado el enfoque más relajado respecto de la austeridad fiscal que se percibe en las autoridades europeas.

**Declaraciones más recientes:** con los decepcionantes datos de crecimiento por una parte y las expectativas estables de inflación por otra, los miembros del Consejo de gobierno del BCE han adoptado últimamente un tono más moderado, indicando la posibilidad de un recorte de los tipos si persiste la debilidad de la situación económica. Concretamente, Joerg Asmussen se hizo eco de los comentarios realizados la semana pasada por Jens Weidman afirmando que “el BCE ya ha hecho bastante para ayudar a la economía de la zona euro y podría volver a recortar los tipos de interés si los datos muestran la necesidad de hacerlo.” “El efecto de los recortes de los tipos a los países periféricos sería limitado... los recortes de los tipos relajarían incluso más las ya sin precedentes favorables condiciones de financiación en los países centrales. Esto no es un problema per se...”. Klaas Knot añadió que el banco central sigue teniendo “a su disposición medidas de política monetaria convencionales y no convencionales”, mientras que Vitor Constancio resaltó que un recorte de los tipos es “siempre una posibilidad”. Todos ellos recalcaron que el BCE estará preparado para actuar si se deterioran los datos económicos. Parece que el argumento a favor de un recorte de los tipos, que ya se ha estado debatiendo en los últimos meses, podría haber ganado terreno.

**Anuncio previsto de política monetaria y su efecto:** el recorte de los tipos estaría justificado por los citados datos de actividad más débiles de lo esperado y el riesgo que plantean para la recuperación gradual prevista para la segunda mitad del año. En la última reunión del BCE, el Sr. Draghi ya manifestó que el BCE estaba “siguiendo muy de cerca toda la información recibida acerca de la evolución económica,” y expresó asimismo su preocupación por la posibilidad de que la debilidad de los países periféricos se extienda a los países centrales.

Ciertamente creemos que el efecto de este recorte de los tipos será limitado, ya que el canal de crédito de la política monetaria no funciona correctamente. No obstante, un recorte del tipo de referencia podría reducir los costes de financiación de los bancos, especialmente en los países periféricos, donde los bancos dependen mucho más de la liquidez del BCE. Sin embargo, en un contexto de crecientes riesgos a la baja para la actividad económica, el BCE podría indicar que está dispuesto a seguir adelante empleando el margen disponible, en un intento por reforzar la confianza.

**Es necesario hacer más.** Como señaló asimismo el Sr. Draghi este mes, se están debatiendo medidas no convencionales, especialmente para estimular la concesión de préstamos a las Pymes, si bien los comentarios recientes de los miembros del Consejo de gobierno del BCE parecen indicar que el posible uso de tales medidas no es en una cuestión sencilla ni inminente y que otras instituciones comunitarias y nacionales probablemente podrían y deberían hacer más que el BCE para reanimar el crédito. Sin embargo, el BCE, junto con BEI, podrían seguir ese camino en los próximos meses.

**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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

**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.**