

# Observatorio BCE

## Europa

Madrid, 3 de Mayo 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

## Postura de espera

- **El BCE parece más preocupado por los riesgos bajistas para la actividad económica**
- **Sigue advirtiendo de los riesgos alcistas para la inflación, pero en tono menos duro**
- **Unanimidad sobre el hecho de que una estrategia de salida es prematura**

Tal como se había previsto, el BCE ha dejado el tipo de interés de referencia sin cambios en el 1,0% en la reunión sobre política monetaria que se ha celebrado hoy y no ha adoptado nuevas medidas de liquidez no convencionales. No se ha discutido un recorte de los tipos; sin embargo, el Consejo de gobierno debatió ampliamente su postura de política monetaria, pues las perspectivas económicas son más inciertas. Draghi puso de relieve que la postura monetaria es flexible. El tono general fue moderado (pero menos moderado de lo que se había anticipado) si bien no hubo insinuaciones de que se vaya a producir un recorte de los tipos.

El BCE parece más preocupado por los riesgos bajistas para la actividad económica. Draghi dijo claramente que "hemos puesto de nuevo el crecimiento en el centro de la agenda", aunque trató de atemperar las expectativas creadas la semana pasada, en el Parlamento Europeo, cuando pidió un "pacto de crecimiento", mostrando así su inquietud por las perspectivas de crecimiento. También destacó que las indicaciones no son suficientes para cambiar su escenario central, que prevé una recuperación gradual en la segunda mitad del año. En la próxima reunión del BCE, cuando se darán a conocer las previsiones revisadas, tendrán más datos para la valoración. Cuando le preguntaron acerca del "pacto de crecimiento" se reafirmó en la necesidad de establecer una senda de crecimiento en Europa y subrayó que no hay contradicción alguna entre crecimiento y consolidación fiscal. Al hablar sobre la política fiscal, también subrayó que se necesita más claridad en cuanto a qué será la zona euro en diez años, en lo que podría sonar como un llamamiento para establecer una hoja de ruta para la unión fiscal. En cuanto a la inflación, se eliminó el tono más ortodoxo de la última reunión del BCE, lo que muestra indicios de menor inquietud acerca de los posibles riesgos inflacionistas. En concreto, la valoración de los riesgos se mantuvo sin cambios (los riesgos están "equilibrados en líneas generales") pero se eliminaron las expresiones "riesgos alcistas a corto plazo" y "predominio de los riesgos alcistas" utilizadas en la declaración del 4 de abril. En última instancia, estos cambios del discurso reflejan que el BCE está un poco más relajado acerca de los riesgos de pass-through y más preocupado por las perspectivas de crecimiento de la zona euro.

En cuanto a la estrategia de salida, a diferencia de la anterior reunión del BCE, Draghi subrayó que hay unanimidad con respecto a que una estrategia de salida sería prematura, pero nunca se adhieren a un compromiso previo.

Parte del turno de preguntas estuvo dominado por las políticas no convencionales del BCE relativas a la provisión de liquidez, ya que está previsto que las subastas de cobertura total a 3 meses terminen el 27 de junio. Sobre este asunto, Draghi fue sumamente claro: "lo anunciaremos en la reunión de junio del BCE". Sobre las operaciones de refinanciación (LTRO) a 3 años y la posibilidad de que sus efectos estén desapareciendo, Draghi adoptó una postura defensiva sobre los efectos de estas políticas de liquidez, repitiendo una vez más que "han contribuido a evitar una importante restricción del crédito" y señalando también que ahora "la oferta de crédito es mucho menos restrictiva que antes", "los depósitos vuelven a los sistemas bancarios" y "la M3 se ha recuperado". Sin embargo, destacó que se necesita algo más de tiempo para ver cómo esta liquidez se propaga a la economía real. Con respecto al programa de compra de deuda (SMP por sus siglas en inglés), Draghi, en línea con lo expuesto en otras conferencias, dijo que el programa está "todavía ahí" pero no es infinito ni eterno. Recalcó que es tarea de los gobiernos tener sus propios costes de financiación bajo control mediante la implementación de reformas estructurales. Parece evidente que el BCE no reactivará el SMP a menos que las rentabilidades de España o de Italia subieran considerablemente.

**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,  
~~Frankfurt am Main, 4 April~~Barcelona, 3 May 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. ~~The information that has become available since the beginning of March broadly confirms our previous assessment.~~ Inflation rates are likely to stay above 2% in 2012, ~~with upside risks prevailing. Over.~~ 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. ~~Survey indicators for economic growth have broadly stabilised at low levels in the early months of 2012, and a moderate recovery in~~ 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 ~~into~~ to recover gradually over the course of the year. ~~The~~ At the same time, as we said previously, the economic outlook ~~remains~~ continues to be subject to downside risks.

~~Medium term inflation~~ Inflation expectations for the euro area economy ~~must~~ 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 months we have implemented both standard and non-standard monetary policy measures. This combination of measures has ~~contributed to a stabilisation in~~ helped both the financial environment and ~~an improvement in~~ the transmission of our monetary policy. ~~We need to carefully monitor further~~ Further developments. ~~It is also important to keep~~ will be closely monitored, keeping in mind that all our non-standard monetary policy measures are temporary in nature and that ~~all the necessary tools are available~~ we maintain our full capacity to address upside risks to ensure medium-term price stability by acting in a firm and timely manner.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. ~~Real GDP contracted by 0.3% in the euro area in the fourth quarter of 2011. Survey data confirm~~ Available indicators for the first quarter remain consistent with a stabilisation in economic activity at a low level ~~in early 2012.~~ ~~We~~ Latest signals from euro area survey data highlight prevailing uncertainty. At the same time, there are indications that the global recovery is proceeding. Looking beyond the short term, we continue to expect the euro area economy to recover gradually in the course of the year. ~~The outlook for economic activity should be,~~ 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, ~~the~~ remaining 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 ~~in parts of the euro area,~~ are expected to continue to dampen the underlying growth momentum.

~~Downside risks to the~~ As we said previously, this economic outlook ~~prevail.~~ They ~~relate~~ continues to be subject to downside risks, relating in particular to ~~a renewed~~ an intensification of tensions in euro area debt markets and their potential spillover to the euro area real economy. ~~Downside risks also relate,~~ as well as to further increases in commodity prices.

Euro area annual HICP inflation was 2.6% in ~~March~~ April 2012, according to Eurostat's flash estimate, after 2.7% in the previous ~~three~~ four months. Inflation is likely to stay above 2% in 2012, mainly owing to ~~recent~~ increases in energy prices, as well as ~~recently announced~~ to rises in indirect taxes. 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.

Risks to the outlook for HICP inflation rates in the coming years are still seen to be broadly balanced, ~~with upside risks in the near term mainly stemming from~~. Upside risks pertain to higher than expected ~~oil~~ commodity prices and indirect tax increases. ~~Downside risks continue to exist owing to~~, while downside risks relate to weaker than expected developments in economic activity.

The **monetary analysis** indicates that the underlying pace of monetary expansion has remained subdued, with somewhat higher growth rates in the past few months. The annual growth rate of M3 was 3.2% in March 2012, compared with 2.8% in February ~~2012, compared with 2.5% in~~. Since January ~~In both January and February we have observed a strengthening in the deposit base of banks. Annual loan growth to the private sector has remained subdued, with the rate (adjusted for loan sales and securitisation) moderating in February to 1.1% year on year, from 1.5% in January.~~

The annual growth rates of loans to non-financial corporations and loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) stood at 0.65% and 1.87% 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.

Money and credit data up to ~~February~~ March confirm a broad stabilisation of financial conditions and thereby, ~~as intended by our measures~~, the avoidance of an abrupt and disorderly adjustment in the balance sheets of credit institutions, ~~as intended~~. In this context, the April bank lending survey indicates that the net tightening of credit standards by ~~our measures~~. Funding conditions for euro area banks ~~have generally improved~~, declined substantially in the first quarter of 2012 as compared with late 2011, for both loans to non-financial corporations and ~~there has been increased issuance activity and a re-opening of some segments of~~ loans to households, also on account of improvements in funding markets. The conditions for banks. As also indicated in the bank lending survey, the demand for credit ~~remains~~ remained subdued in the first quarter of 2012, reflecting weak ~~in the light of still subdued~~ 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~~ 1 March 2012.

~~Following the stabilisation in the financial environment~~ Looking ahead, it is essential for banks 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.

~~In order to support confidence, sustainable growth and employment, the Governing Council calls upon governments to restore sound fiscal positions and implement strong structural reforms. Commitments under the Stability and Growth Pact need to be fully honoured and weaknesses in competitiveness forcefully addressed. National policy makers need to fully meet their responsibilities to ensure fiscal sustainability, to increase the adjustment capacity of product and labour markets, to enhance productivity and competitiveness, and to ensure the soundness of their financial system. In particular, countries which have suffered losses in cost competitiveness need to ensure sufficient wage adjustment and foster productivity growth.~~

~~Let me conclude by recalling that the single monetary policy naturally focuses on maintaining medium-term price stability for the euro area as a whole. It is up to national policy makers to foster domestic developments which support the competitiveness of their economies. Both prudent fiscal policies and competitive and flexible product and labour markets are of crucial importance for the functioning of the euro area economy.~~

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.

## 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.