

# Observatorio BCE

## Europa

Madrid, 4 de abril de 2013  
Análisis Economic

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

## El BCE está preparado para actuar según su mandato

- El BCE parece estar menos seguro de la recuperación económica
- El BCE se está planteando la adopción de medidas tanto convencionales como no convencionales. Consideramos que adoptará nuevas medidas no convencionales en el futuro próximo
- Chipre no es un modelo para otros rescates. La entrada en vigor del mecanismo único de supervisión bancaria es fundamental para reducir la fragmentación

En la reunión celebrada hoy, el BCE mantuvo los tipos de interés sin cambios en el 0,75%, tal como se esperaba, y también dio a entender que se implantarán nuevas medidas si la situación empeora. El Sr. Draghi señaló que el debate acerca del recorte de los tipos "fue extenso, pero el consenso general por el momento es no considerar los tipos". Al igual que en otras reuniones, también recaló que el BCE no asume ningún "compromiso previo" en relación con futuros recortes de tipos.

El BCE parece estar más preocupado por las perspectivas económicas. En este sentido, se percibieron algunos cambios significativos en su discurso. Por lo que respecta al crecimiento, "la debilidad de la actividad económica ha continuado durante la primera parte del año y se prevé una recuperación gradual en el segundo semestre sujeto a riesgos a la baja", incluida "una demanda interna incluso más débil de lo previsto". Por tanto, en la declaración se añadió una referencia a la necesidad de "seguir muy de cerca toda la información recibida sobre los acontecimientos económicos y monetarios y evaluar cualquier impacto en las perspectivas de estabilidad de los precios". Lo que es más importante, el Sr. Draghi también subrayó que la debilidad se está extendiendo a países en los que la fragmentación no representa un problema (refiriéndose principalmente a Francia). En este contexto, reiteró que el BCE está preparado para actuar y que la política monetaria "seguirá siendo acomodaticia durante tanto tiempo como sea necesario". En este sentido, el BCE abrió la puerta a un recorte de los tipos. Sin embargo, parece que esta medida estaría supeditada a un nuevo empeoramiento de las perspectivas, algo que no entra en nuestras previsiones (esperamos que el PIB en el 1T13 mejore en relación con las cifras del 4T12). Por tanto, seguimos manteniendo nuestra previsión de que los tipos permanecerán estables, aunque los datos correspondientes al 2T13 serán clave.

En relación con otros instrumentos no convencionales, el Sr. Draghi manifestó que el BCE está considerando más medidas para impulsar la economía y está examinando las experiencias de otros países, que podrían ponerse en marcha dentro del mandato del BCE. En concreto, indicó que el Consejo de gobierno está debatiendo medidas para mejorar el crédito a las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Sin embargo, el BCE reconoce que no será tarea fácil e incluso debería considerarse la participación de los bancos centrales nacionales o de organismos públicos. Según nuestra opinión, es probable que cualquier medida en esta materia se anuncie en el futuro próximo. También defendió firmemente el papel del programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT, siglas en inglés) para afrontar los recientes episodios de la crisis de la deuda Europea.

En la conferencia de prensa, la atención se centró principalmente en Chipre. El Sr. Draghi subrayó que la decisión inicial de imponer una quita a todos los depósitos bancarios "no fue inteligente y se subsanó rápidamente"; también señaló que "el BCE había presentado una propuesta que no contemplaba un rescate de los depositantes asegurados". Aprovechó la oportunidad para destacar que "Chipre no es un modelo ni representa un punto de inflexión en la política del euro". En este contexto, el Sr. Draghi también aprovechó la oportunidad para recalcar la importancia de seguir adelante con los actuales planes de unión bancaria, y subrayó que la mejor manera de evitar crisis es contar con un mecanismo único de supervisión bancaria (MUS) y su entrada en vigor y puesta en marcha es absolutamente esencial. También fijó 2015 como una fecha adecuada para la introducción de un marco de resolución único en Europa, antes de las fechas propuestas (hacia 2018).

## 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, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, ~~7 March~~4 April 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.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. HICP inflation rates have declined further, as anticipated, and ~~fell below 2% in February. Over the policy-relevant horizon, inflationary pressures~~price developments over the medium term should remain contained. ~~The underlying pace of monetary expansion continues to be subdued. Monetary and loan dynamics remain subdued.~~ Inflation expectations for the euro area ~~remain~~continue to be firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. ~~Overall, this will allow our monetary policy stance to remain accommodative. Available data continue to signal that economic weakness in the euro area has extended into the beginning of the year, while broadly confirming signs of stabilisation in a number of indicators, albeit at low levels. At the same time, necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors will continue to weigh on economic activity. Later in 2013 economic activity~~ At the same time, weak economic activity has extended into the early part of the year and a gradual recovery is projected for the second half of this year, subject to downside risks. Against this overall background our monetary policy stance will remain accommodative for as long as needed. In the coming weeks, we will monitor very closely all incoming information on economic and monetary developments and assess any impact on the outlook for price stability. It is essential for governments to intensify the implementation of structural reforms at national level and to strengthen euro area governance, including the implementation of the banking union. They should gradually recover, supported by a strengthening of global demand and our accommodative monetary policy stance. In order to support confidence, it is essential for governments to continue implementing structural reforms, to also build further on the progress made in fiscal consolidation, and to proceed with financial sector restructuring.

~~With regard to the liquidity situation of banks, counterparties have so far repaid €224.8 billion of the €1,018.7 billion obtained in the two three-year longer-term refinancing operations (LTROs) settled in December 2011 and March 2012. In net terms, this implies that, of the increase in the outstanding volume of bank refinancing through the ECB's monetary policy operations of around €500 billion between mid-December 2011 and early March 2012, about €200 billion have now been repaid. These repayments reflect improvements in financial market confidence over the last few months and receding financial market fragmentation. We are also closely monitoring money market conditions in the money market and their potential impact on the stance of our monetary policy stance and the functioning of the transmission of our monetary policy to the economy. Our monetary policy stance will remain accommodative with the full allotment mode of liquidity provision. As said on previous occasions, we will continue with fixed rate tender procedures with full allotment for as long as necessary.~~

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. The ~~GDP~~real GDP in the fourth quarter of 2012 was weak, with Eurostat's second estimate indicating a contraction of 0.6% quarter on quarter. The decline was largely due to a fall in domestic demand but also reflected ~~weak a drop in~~ exports. ~~As regards 2013, recent~~Recent data and indicators ~~suggest~~confirm that ~~the economic activity should start stabilising in the first~~weakness extended into the early part of the year. ~~A gradual recovery should commence in the second part, with export growth benefiting from a strengthening of global demand and domestic demand being supported by our accommodative monetary policy stance. Looking forward, euro area export growth should benefit from a recovery in global demand and our monetary policy stance should contribute to support domestic demand.~~ Furthermore, the improvements in financial markets ~~seen since July last year and the continued implementation of structural reforms~~summer should work their way through to the real economy, notwithstanding recent uncertainties.

Together, this should help stabilise euro area economic activity and lead to a gradual recovery in the second part of the year. At the same time, necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors, and the associated tight credit conditions, will continue to weigh on economic activity.

~~This assessment is also reflected in the March 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area, which foresee average annual real GDP growth in a range between -0.9% and -0.1% in 2013 and between 0.0% and 2.0% in 2014. Compared with the December 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges have been revised slightly downwards. The revision for 2013 mainly reflects a more negative carry-over effect from the outcome for real GDP in the fourth quarter of 2012, while the projected path of the recovery has remained broadly unchanged.~~

This economic outlook for the euro area remains subject to downside risks. The risks include the possibility of even weaker than expected domestic demand and slow or insufficient implementation of structural reforms in the euro area. These factors have the potential to dampen the improvement in confidence and thereby delay the recovery.

~~According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 1.7% in March 2013, down from 1.8% in February. The Governing Council continues to see downside risks surrounding the economic outlook for the euro area. The risks relate to the possibility of weaker than expected domestic demand and exports and to slow or insufficient implementation of structural reforms in the euro area. These factors have the potential to dampen the improvement in confidence and thereby delay the recovery.~~

~~According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 1.8% in February 2013, down from 2.0% in January. The on-going decline in annual inflation rates mainly reflects the energy and food components component of the price index. Looking ahead, while the monthly pattern of headline inflation rates may be somewhat volatile, underlying price pressures price developments over the medium term should remain contained given the in an environment of weak economic activity in the euro area. Inflation expectations are well firmly anchored and in line with price stability over the medium to long term.~~

~~The March 2013 ECB staff macroeconomic projections for the euro area foresee annual HICP inflation in a range between 1.2% and 2.0% in 2013 and between 0.6% and 2.0% in 2014. In comparison with the December 2012 Eurosystem staff macroeconomic projections, the ranges are broadly unchanged.~~

~~In the Governing Council's assessment, risks Risks to the outlook for price developments continue to be seen as 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 oil prices, and downside risks stemming from weaker economic activity.~~

Turning to the **monetary analysis**, ~~monetary figures for January 2013 support our assessment that~~ the underlying pace of monetary expansion continues to be subdued. The annual growth rate of M3 ~~remained broadly unchanged at~~ moderated to 3.1% in February, down from 3.5% in January, after 3.4% in December 2012. The annual growth rate of ~~growth of~~ the narrow monetary aggregate, M1, increased to 6.7%–7.0% in February, from 6.36% in December 2012. ~~The deposit base of MFIs~~ January. At the same time, MFI deposits in a number of stressed countries strengthened further in January/February.

The annual growth rate of loans (adjusted for loan sales and securitisation) to non-financial corporations ~~stood and households remained broadly unchanged in February~~, at -1.5% in January, after -1.3% in December 2012. ~~The annual growth in MFI loans to households moderated slightly to 0.5%, from 0.7% in December, 4% and 0.4% respectively.~~ To a large extent, subdued loan dynamics reflect the current stage of the business cycle, heightened credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets. At the same time, available information on ~~the access to financing of~~ non-financial ~~corporates~~ corporates' access to financing indicates tight credit conditions, particularly for small and medium-sized enterprises in several euro area countries.

In order to ensure adequate transmission of monetary policy to the financing conditions in euro area countries, it is essential ~~to continue reducing that the~~ fragmentation of euro area credit markets ~~and strengthening is reduced further and~~ the resilience of banks strengthened where needed. ~~Decisive~~ However, considerable progress has been made since last summer in improving the funding situation of banks, in strengthening the domestic deposit base in stressed countries

~~and in reducing reliance on the Eurosystem as reflected in repayments of the three-year LTROs. Further decisive steps for establishing an integrated financial framework a banking union will help to accomplish this objective. The In particular, in the light of recent experience, we must emphasise that the future Single Supervisory Mechanism (SSM) is one of the main building blocks, together with and a Single Resolution Mechanism (SRM). Both are crucial elements for moving towards re-integrating the banking system and therefore require swift implementation.~~

To sum up, taking into account today's decision, 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.

~~While the accommodative monetary policy stance will continue to support the recovery in the euro area, it is essential that **fiscal and structural policies** strengthen the prospects for economic growth over the medium term. As regards fiscal policies, the European Commission's 2013 winter forecast reflects progress in reducing fiscal imbalances in the euro area. The euro area-wide general government deficit is expected to have declined from 4.2% of GDP in 2011 to 3.5% of GDP in 2012 and is projected to be reduced further to 2.8% of GDP this year. Governments should build on this progress with a view to further restoring confidence in the sustainability of public finances. At the same time, fiscal consolidation must be part of a comprehensive structural reform agenda to improve the outlook for job creation, economic growth and debt sustainability. In the view of the Governing Council, it is of particular importance at this juncture to address the current high long-term and youth unemployment. To this end, further product and labour market reforms are needed to create new job opportunities by supporting a dynamic, flexible and competitive economic environment. As regards **fiscal policies**, euro area countries should build on their efforts to reduce government budget deficits and continue to implement **structural reforms**, thereby mutually reinforcing fiscal sustainability and economic growth. Fiscal policy strategies need to be complemented by growth-enhancing structural reforms. Such reforms should be ambitious and broad-ranging, encompassing product markets, including network industries, labour markets and the modernisation of public administration. To support employment, wage-setting should become more flexible and better aligned with productivity. These reforms will help countries in their efforts to regain competitiveness, set the foundations for sustainable growth and support the return of macroeconomic confidence.~~

**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.**