

Europa

# Observatorio BCE

Madrid, 4 de febrero de 2011

## Análisis Económico

### Europa

**Miguel Jiménez González-Anleo**  
mjimenez@grupobbva.com  
+34 91 537 37 76

**Agustín García Serrador**  
agustin.garcia@grupobbva.com  
+34 91 374 79 38

*Escenarios Financieros*  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
+34 91 374 44 323

**María Martínez Álvarez**  
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com  
+34 91 537 66 83

**Javier Amador**  
javier.amador@grupobbva.com  
+34 91 537 3161

**Cristina Varela Donoso**  
cvarela@grupobbva.com  
+34 91 537 7825

**Leanne Ryan**  
leanne.ryan@grupobbva.com  
+34 91 537 8432

## No hay más cambios en el tono hawkish

- El discurso sigue prácticamente sin cambios; el BCE mantuvo su tono hawkish pero sin endurecerlo.
- El BCE fue cauto y no quiso mostrarse más preocupado por la inflación.
- Sigue siendo improbable que se produzcan movimientos alcistas de los tipos a medio plazo/en este año.

**Conclusiones:** el BCE procedió con cautela y no quiso parecer aún más duro, es decir, más preocupado acerca de la inflación. El hecho de que el tono hawkish no se endureciera aún más cuando indicaron que es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% durante un tiempo más prolongado de lo que se pensaba anteriormente confirma que la clave de su tono es la prevención. Al decir en la rueda de prensa que la inflación “*podría tener picos de vez en cuando*” pero lo que lo que cuenta es que el BCE ofrece estabilidad de precios a medio plazo señala que el objetivo del cambio de enfoque (hacia la inflación) y del tono *hawkish* no es indicar que podrían adelantar las subidas de los tipos que a la larga serán necesarias, sino anclar las expectativas de inflación. Su intención no es la de subir los tipos en breve y sigue siendo improbable que se produzcan subidas de los tipos en los próximos meses, a menos que las expectativas de inflación se queden desancladas y aumenten los riesgos de los efectos de segunda ronda. Por otro lado, el BCE mantiene un enfoque flexible con respecto a las medidas no convencionales.

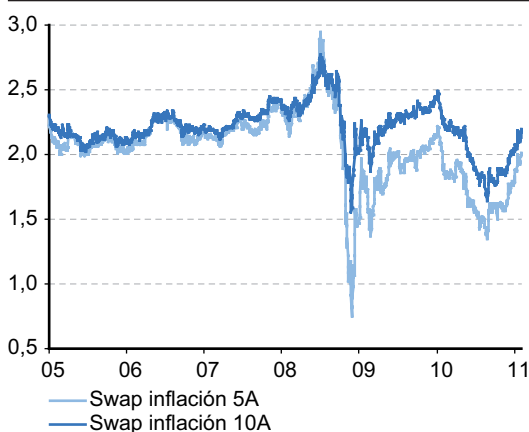
**Declaración introductoria prácticamente sin cambios:** a pesar de la fortaleza de los últimos datos de actividad económica y de las sorpresas al alza en la inflación de enero, en la declaración sólo hubo cambios menores con respecto al discurso utilizado en la última reunión. Aunque el foco sigue estando en la inflación, la valoración de los riesgos no ha cambiado. Los tipos de interés se consideran “apropiados”, ya que la previsión del BCE sigue siendo la estabilidad de precios a medio plazo, es decir, en un horizonte relevante para la política. Aunque el tono hawkish no se intensificó, sí hubo ciertos cambios en el párrafo sobre la inflación donde anticipan que revisarán sus previsiones de inflación en la reunión trimestral de marzo. La declaración subrayó que la inflación podría permanecer por encima del 2% durante un periodo más prolongado: “es probable que la inflación siga ligeramente por encima del 2% casi todo 2011 antes de volver a moderarse aproximadamente a finales del año y principios del siguiente” (frente a “... es probable que siga ligeramente por encima del 2% antes de volver a moderarse hacia finales del año”). Y añadieron que las presiones también eran “perceptibles en las primeras etapas del proceso de producción”, lo que parece sugerir que de momento no ven efectos de segunda ronda, lo cual es prudente. Sin embargo, confirmaron que las expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas, mientras que las presiones alcistas a corto plazo no han afectado hasta ahora a su valoración de la inflación, que permanecerá en línea con la estabilidad de precios “en el horizonte relevante para la política”.

**Turno de preguntas:** quizá el hecho más relevante que podemos resaltar es que era obvio que Trichet no quería parecer más hawkish, es decir, más preocupado acerca de la inflación. El tono fue más cauto que el mes pasado. Aunque repitió que están permanentemente en alerta, es decir, que están preparados para subir los tipos si las expectativas de inflación dejan de estar firmemente ancladas, Trichet no hizo ninguna referencia al aumento de tipos efectuado en julio de 2008 (como hizo en la reunión de enero), lo que a nuestro juicio refleja que quieren anclar las expectativas de inflación, pero no desean indicar que podrían adelantar los movimientos alcistas de los tipos que a la larga serán necesarios. En cuanto a las medidas no convencionales, con respecto a la decisión que se tomará el próximo mes sobre una posible ampliación de la provisión de liquidez a 3 meses con cobertura total, no se reveló nada (tal como se esperaba), pero siguieron dando indicios de que la mantendrán si es necesario. En cuanto al SMP, como de costumbre, nada nuevo, “todavía está en marcha” dijo, pero al igual que en las reuniones anteriores, la insistencia de Trichet en la flexibilidad de la EFSF apunta a que no se sienten cómodos con la compra de bonos. Por último, en lo que respecta a los recientes aumentos del EONIA, Trichet los atribuyó a factores técnicos relacionados con el breve periodo de mantenimiento, y destacó que “han observado que el volumen del EONIA ha ido aumentando”, lo que refleja que los mercados parecen estar funcionando mejor, pero no todos ellos.

**Reacción de los mercados:** el tono cauto podría poner un freno a las expectativas del mercado, que comenzaban a anticipar un incremento en los tipos de interés en muy poco tiempo. Sin embargo, la curva del EONIA sólo cambió muy ligeramente durante el turno de preguntas tras haber mostrado grandes incrementos en las tres últimas semanas. Por otro lado, el euro se depreció notablemente desde el comienzo del turno de preguntas y alcanzó el 1,363 (-1,3%) al cierre del turno de preguntas, mientras que las rentabilidades alemanas a 2 años cayeron 10 pb (de 1,46% a 1,36%) también al cierre de la conferencia.

Gráfico 1

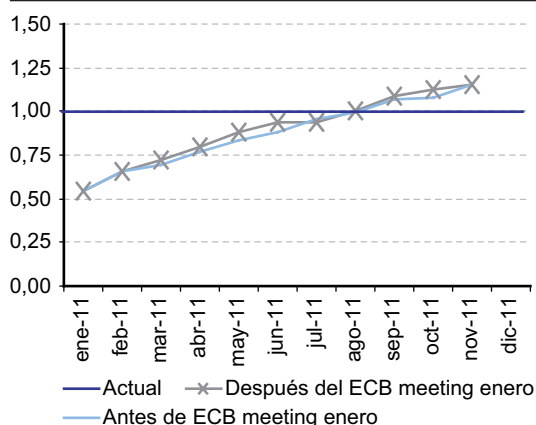
**Euro: swaps de inflación**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2

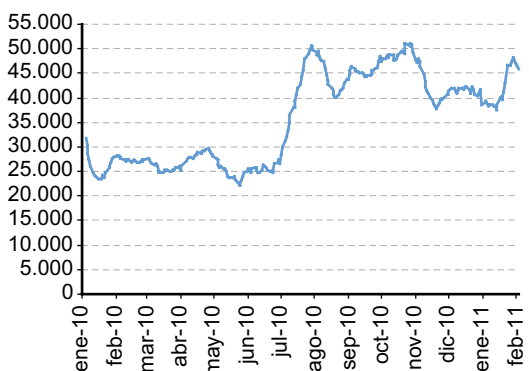
**Tipos oficiales implícitos en los futuros del EONIA**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3

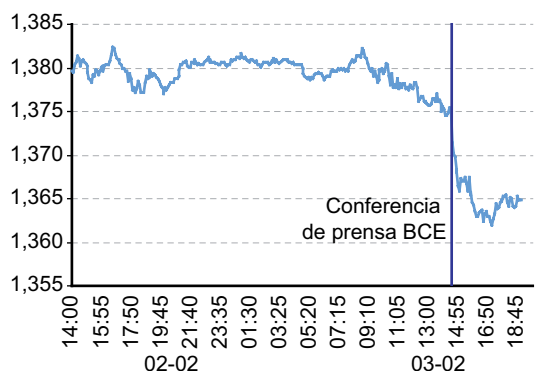
**Volumen del EONIA (mill. €, media movil días)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4

**Euro-Dólar: cambio intradía (\$/€, precio cada 5 minutos)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Anexo 1: Seguimiento de cambios...

Jean-Claude Trichet, President of the ECB,  
Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB,  
Frankfurt am Main, ~~13 January~~ 3 February 2011

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. ~~Let me wish you all a very Happy New Year. I would also like to take this opportunity to welcome Estonia as the seventeenth country to adopt the euro as its currency. Accordingly, Mr Lipstok, the Governor of Eesti Pank, became a member of the Governing Council on 1 January 2011. Following the adoption of the euro by Estonia there are now 331 million citizens using the euro as their currency. We will now report on the outcome of today's meeting, which was also attended by Commissioner Rehn.~~

Based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council confirmed that the current **key ECB interest rates** still remain appropriate. It therefore decided to leave them unchanged. Taking into account all the new information and analyses which have become available since our meeting on ~~2 December 2010~~ 13 January 2011, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy and commodity prices, ~~but this~~. This has not so far affected our assessment that price developments will remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. At the same time, very close monitoring is warranted. Recent economic data ~~are consistent with a confirm the~~ positive underlying momentum of economic activity in the euro area, while uncertainty remains elevated. Our monetary analysis indicates that inflationary pressures over the medium to long term should remain contained. ~~Overall, we expect price stability to be maintained over the medium term, thereby supporting the purchasing power of euro area households.~~ Inflation expectations remain firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The continued firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

Overall, we expect price stability to be maintained over the medium term, and the current monetary policy stance remains accommodative. The stance, the provision of liquidity and the allotment modes will be adjusted as appropriate, taking into account the fact that all the non-standard measures taken during the period of acute financial market tensions are, by construction, temporary in nature. Accordingly, the Governing Council will continue to monitor all developments over the period ahead very closely.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Following the 0.3% quarter-on-quarter increase in euro area real GDP in the third quarter of 2010, recent statistical releases and survey-based evidence for the fourth quarter and the beginning of the year continue to confirm ~~that~~ the positive underlying momentum of economic activity in the euro area ~~remained in place towards the end of 2010~~. Looking ahead ~~at 2011~~, euro area exports should benefit from ~~a continued the ongoing~~ recovery in the world economy. At the same time, ~~and particularly~~ taking into account the relatively high level of business confidence in the euro area, private sector domestic demand should increasingly contribute to growth, supported by the accommodative monetary policy stance and the measures adopted to ~~restore~~ improve the functioning of the financial system. However, the recovery in activity is expected to be dampened by the process of balance sheet adjustment in various sectors.

In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook are still slightly tilted to the downside, with while uncertainty ~~remaining remains~~ elevated. On the one hand, global trade may continue to grow more rapidly than expected, thereby supporting euro area exports. Moreover, strong business confidence could provide more support to domestic economic activity in the euro area than is currently expected. On the other hand, downside risks relate to the tensions in some segments of the financial markets and their potential spillover to the euro area real economy. Further downside risks relate to renewed increases in oil and other commodity prices, protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances.

With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was 2.24% in ~~December~~ January 2011, according to Eurostat's flash estimate, after ~~1.9% in November. This was somewhat higher than expected~~ 2.2% in December. This further increase was broadly anticipated and largely reflects higher energy prices. Looking ahead to the next few months, inflation rates could temporarily increase further. ~~They and~~ are likely to stay slightly above 2%, ~~largely owing to commodity price developments~~ % for most of 2011, before moderating again towards around the ~~end~~ turn of the year. Overall, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, ~~stemming largely from global mainly owing to energy and commodity prices. While this has~~ Such pressure is also discernible in the earlier stages of the production process. These developments have not so far affected our assessment that price developments will remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. At the same time, very close monitoring ~~of price developments~~ is warranted. Inflation expectations over the medium to longer term continue to be firmly anchored in line with the Governing Council's aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

Risks to the medium-term outlook for price developments are still broadly balanced but, as already indicated in January, could move to the upside. Upside Currently, upside risks relate, in particular, to developments in energy and non-energy commodity prices. Furthermore, increases in indirect taxes and administered prices may be greater than currently expected, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years, and price pressures in the production chain could rise further. On the downside, risks relate mainly to the impact on inflation of potentially lower growth, given the prevailing uncertainties.

Turning to the **monetary analysis**, the annual growth rate of M3 ~~increased to 1.9% in November 2010, after 0.9% in October. This strong increase is in part related~~ declined to ~~base effects and volatile factors. 1.7% in December 2010, from 2.1% in November.~~ The annual growth rate of loans to the private sector also ~~increased, rising to 2.0% in November from 1.5% in October. Looking beyond~~ declined, albeit marginally, to 1.9% in December, after 2.0% in November. These declines partly reflect the reversal of special factors that operated in November and do not indicate a general weakening of monetary dynamics. Overall, however, broad money and loan growth is still low, ~~corroborating~~ confirming the assessment that the underlying pace of monetary expansion is moderate and that inflationary pressures over the medium to long term should remain contained.

~~The interest rate constellation continued to exert a significant impact on the growth of monetary aggregates. Looking at M3 components, the interest rates paid on short term time deposits remained higher than those paid on overnight deposits. As a result, annual M1 growth continued to moderate, standing at 4.6% in November 2010, while the annual growth rate of other short term deposits continued to become less negative. Looking at M3 components, annual M1 growth moderated further to stand at 4.4% in December 2010, reflecting the prevailing low remuneration of overnight deposits. At the same time, the yield curve has lately become steeper again steepened somewhat further, implying that the attractiveness of short-term~~ deposits instruments included in M3 ~~has declined somewhat~~ continues to decline compared with more highly remunerated longer-term ~~assets~~ instruments outside M3.

~~The~~ On the counterpart side, the annual growth rate of bank loans to the private sector continued to ~~increase in November, partly owing to special factors. At the sectoral level, this strengthening increasingly reflects the upward movement~~ conceal differences in the growth of loans to non-financial corporations, which stood at -0.1% in November, after -0.5% in October, thereby further confirming that a turning point was reached in the course of 2010. The growth of loans to households remained stronger, at 2.7% in November after 2.9% in October, but the latest data point to some ~~signs of a levelling off~~ magnitude of growth across sectors. The growth of loans to non-financial corporations stood at -0.2% in December, after -0.1% in the previous month, while the growth of loans to households strengthened to 3.0% in December, after 2.8% in November. Taking into account the effect of derecognition of loans from bank balance sheets and looking through short-term volatility, the latest data confirm a continued gradual strengthening in the annual growth of lending to the non-financial private sector.

~~Over the past few months banks have expanded the provision of credit to the private sector in an environment in which the overall size of their balance sheets has remained broadly stable. The challenge remains to expand the availability of such credit when demand picks up further. At the same time, the latest data point to the overall size of bank balance sheets having contracted again after expanding for most of 2010, mainly on account of a reduction in lending between banks. It is important that banks continue to expand the provision of credit to the private sector, in an environment of increasing demand.~~ To address this challenge, where necessary, it is essential for banks to retain earnings, to turn to the market to strengthen further their capital bases or to take full advantage of government support measures for recapitalisation.

To sum up, the current key ECB interest rates still remain appropriate. We therefore decided to leave them unchanged. Taking into account all the new information and analyses which have become available since our meeting on ~~2 December 2010~~ 13 January 2011, we continue to see evidence of short-term upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy and commodity prices, ~~but this~~. This has not so far affected our assessment that price developments will remain in line with price stability over the policy-relevant horizon. At the same time, very close monitoring is warranted. Recent economic data ~~are consistent with a~~ confirm the positive underlying momentum of economic activity in the euro area, while uncertainty remains elevated. A **cross-check** of the outcome of our economic analysis with that of the monetary analysis indicates that inflationary pressures over the medium to long term should remain contained. ~~Overall, we expect price stability to be maintained over the medium term, thereby supporting the purchasing power of euro area households.~~ Inflation expectations remain firmly anchored in line with our aim of keeping inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. The continued firm anchoring of inflation expectations is of the essence.

Turning to **fiscal policies**, in view of the ongoing vulnerability to adverse market reactions, countries need to do their utmost to meet their deficit targets and put government debt to GDP ratios firmly on a downward trajectory. In this regard, the Governing Council takes note of the recently announced measures in some euro area countries to reduce their very large fiscal imbalances. Where necessary, additional corrective measures—preferably on the expenditure side—need to be swiftly defined and implemented. At the same time, all euro area countries should pursue ambitious and credible multi-year consolidation strategies. This will help Turning to fiscal policies, it is now essential that all governments fully implement their fiscal consolidation plans in 2011. Where necessary, additional corrective measures must be implemented swiftly to ensure progress in achieving fiscal sustainability. Beyond 2011, countries need to specify concrete policy measures in their multi-year adjustment programmes so as to underpin the credibility of their fiscal consolidation targets. Experience shows that expenditure restraint is an important step towards achieving and maintaining fiscal soundness, notably when enshrined in binding domestic policy rules. Such a commitment helps to strengthen confidence in the sustainability of public finances, reduce risk premia and improve the conditions for sound and sustainable growth. Any positive fiscal developments that may emerge, reflecting factors such as a more favourable than expected economic environment, should be exploited to make faster progress with fiscal consolidation. The implementation of credible policies is crucial in view of ongoing financial market pressures.

Substantial and far-reaching **structural reforms**, complementing fiscal adjustment, should be rapidly implemented to enhance the prospects for higher sustainable growth and employment. Major reforms are particularly necessary in those countries that have experienced a loss of competitiveness in the past or that are suffering from high fiscal and external deficits. The removal of increased product market competition and labour market rigidities would further support the necessary adjustment process of these economies. Increasing product market competition, particularly processes in the services sectors, would also facilitate the restructuring of the economy and encourage innovation. Such measures are crucial for enhancing productivity growth, which is one of the main drivers of long term growth. All these structural reforms should be supported by the necessary improvements in the structure of the banking sector. Sound balance sheets, effective risk management and transparent, robust business models remain key to strengthening banks' resilience to shocks and to ensuring adequate access to finance, thereby laying the foundations for sustainable growth and financial stability.



**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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".**