

Observatorio BCE

Europa

Madrid, 5 de mayo de 2011
Análisis Económico

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Javier Amador
javier.amadord@grupobbva.com

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com

Leanne Ryan
leanne.ryan@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenez@grupobbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

El BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés y no dio indicios de subida en junio

- Tono *hawkish* pero sin indicios de que se vaya a producir una subida en junio. La declaración no incluyó la frase “fuerte vigilancia” pero repitió que el BCE seguirá “supervisando muy de cerca” los riesgos alcistas en la inflación.
- La política monetaria se describió como “todavía flexible”, lo que sugiere que el movimiento de abril no fue una medida preventiva y excepcional. Por consiguiente, nuestra previsión sigue siendo una subida de 25 pb en la reunión de julio

Conclusión: al no incluir la frase “fuerte vigilancia”, la declaración no insinúa que habrá una subida de los tipos en junio. Sin embargo, creemos que al referirse a las condiciones de la política monetaria y describirla como “todavía flexible”, es posible que la declaración que ha hecho el BCE este mes esté sentando las bases para hacer un cambio de discurso en su reunión de junio, donde apuntaría a un incremento de 25 pb en los tipos de interés en la reunión de julio. Teniendo en cuenta el enfoque proactivo del BCE, mantenemos nuestro escenario central de que sólo se producirá un aumento más de los tipos en 2011, pero seguimos pensando que cabe la posibilidad de que el banco adelante uno de los movimientos alcistas de los tipos que esperamos para comienzos de 2012 (en enero y abril), con lo que los tipos oficiales se situarían en el 1,75% a finales de año.

Tal como se esperaba, BCE mantuvo sin cambios los tipos en el 1,25%. La decisión fue tomada por unanimidad por el Consejo de gobierno. El interés principal estaba en los términos de la declaración, es decir, si se utilizaría o no la frase “fuerte vigilancia” para dar a entender un movimiento alcista de los tipos en junio. El lenguaje, de hecho, fue muy similar al que se utilizó el mes pasado. A pesar de las recientes sorpresas al alza en la inflación, el tono general utilizando en el turno de preguntas y respuestas fue algo menos *hawkish*. Aunque Trichet mantuvo un tono de alerta duro con respecto a los riesgos alcistas de la inflación e insistió en que el BCE “puede incrementar los tipos siempre que [ellos] lo juzguen adecuado”, no hizo advertencias preventivas acerca de los efectos de segunda ronda de forma reiterada como lo hizo el mes precedente. Además, cuando le preguntaron al respecto, Trichet se distanció del concepto de “normalización de los tipos”. En general, y en línea con nuestro escenario central, el mensaje implícito es que no es probable que se produzca un movimiento alcista continuado en los tipos de interés, en especial cuando los riesgos sobre la periferia se han intensificado recientemente.

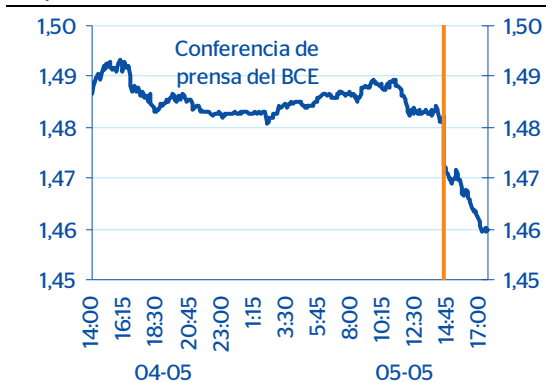
No obstante, sí hubo un ligero cambio en el discurso que podría ser relevante. Al hacer referencia a las condiciones de la política monetaria como “todavía flexibles” (en contraposición con “flexibles” que fue lo utilizado el último mes), la declaración que ha hecho el BCE este mes posiblemente esté sentando las bases para hacer más cambios en el discurso de junio (cuando es muy probable que las nuevas previsiones de la inflación del IPCA para 2011 se revisen al alza), y así abrir camino a un aumento de 25 pb en los tipos de interés en la siguiente reunión sobre política monetaria.

Por tanto, seguimos esperando un segundo movimiento en julio. Además, teniendo en cuenta el enfoque proactivo del BCE (está claro que no desean correr riesgos si existe la mínima posibilidad de que se produzcan efectos de segunda ronda), seguimos pensando que el banco podría adelantar uno de los movimientos alcistas de los tipos que esperamos para comienzos de 2012 (en enero y abril), con lo que los tipos oficiales se situarían en el 1,75% a finales de año.

En lo que respecta a otros asuntos fuera de la política monetaria, no hubo comentarios sobre las compras de deuda soberana, mientras que Trichet aplazó la toma de decisiones sobre las políticas de liquidez hasta junio. En cuanto a los aumentos del Eonia, dijo que “la volatilidad que vimos en determinados momentos se ha reducido de forma bastante significativa”, lo que prueba que el funcionamiento es más normal. En nuestra opinión, esta evaluación confirma que el BCE está cómodo con la normalización del Eonia (aproximándose al tipo de interés de referencia).

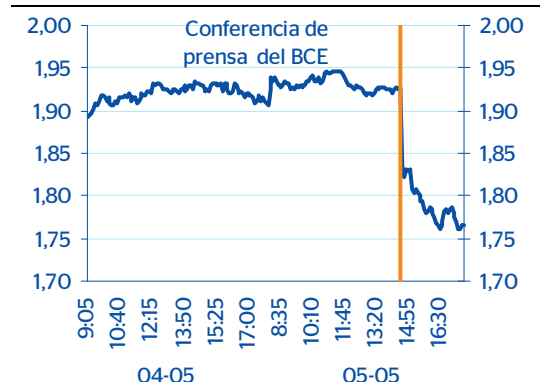
La reacción de los mercados fue significativa (véanse los gráficos a continuación), ya que el tono fue menos *hawkish* de lo previsto.

Gráfico 1
Euro-Dólar: cambio intradía
(€, precio cada 5 minutos)



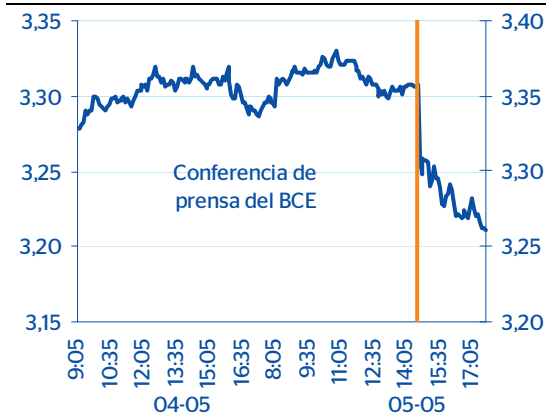
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2
Rentabilidades alemanas a 2 años: cambio intradía
(rentabilidad cada 5 minutos)



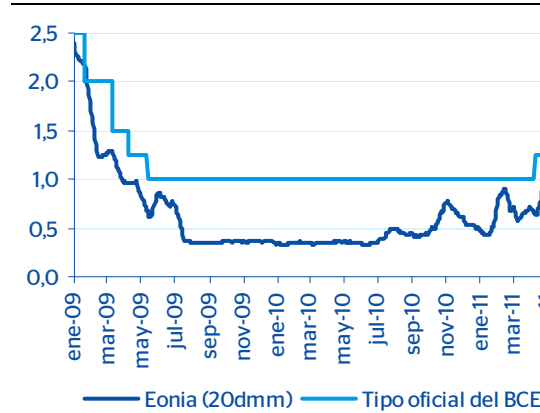
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3
Rentabilidades alemanas a 10 años:
cambio intradía (rentabilidad cada 5 minutos)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
Tipo oficial del BCE y EONIA



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Anexo

Jean-Claude Trichet, President of the ECB,
Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB,
~~Frankfurt am Main, 7 April~~ Helsinki, 5 May 2011

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference: ~~Before we report on the outcome of today's meeting, we wish to express our sincere sympathy to the people of Japan, after the tragic events and lamentable loss of life. All our thoughts are with those who have suffered directly or indirectly from the natural and nuclear disaster here in Helsinki. I would like to thank Governor Liikanen 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 the meeting, which was also attended by Commissioner Rehn.~~

~~Let me now start reporting on the outcome of today's meeting.~~

Based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council decided to ~~increase~~ keep the **key ECB interest rates** ~~by 25 basis points, after maintaining them unchanged for almost two years at historically low levels, following the 25-basis point increase on 7 April 2011.~~ The information that has become available since then confirms our assessment that an adjustment of the ~~current~~ very accommodative monetary policy stance ~~is was~~ warranted ~~in the light of upside risks to price stability that we have identified in our economic analysis.~~ We continue to see upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy and commodity prices. While ~~our the~~ monetary analysis indicates that the underlying pace of monetary expansion is still moderate, monetary liquidity remains ample and may facilitate the accommodation of price pressures. ~~All~~ in all, it is essential that the Furthermore, recent price developments do not give rise to broad based inflationary pressures over the medium term. Our decision will contribute to keeping inflation expectations in the euro area firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to contribute to economic growth in the euro area. At the same time, interest rates across the entire maturity spectrum remain low. Thus, the stance of monetary policy remains accommodative and thereby continues to lend considerable support to economic activity and job creation. ~~Recent economic data confirm that the~~ the positive underlying momentum of economic activity ~~continues to be positive~~ in the euro area, with uncertainty continuing to be elevated. ~~All in all, it is essential that recent price developments do not give rise to broad-based inflationary pressures. Inflation expectations in the euro area must remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to make an ongoing contribution towards supporting economic growth and job creation in the euro area. With interest rates across the entire maturity spectrum remaining elevated. We~~ low and the monetary policy stance still accommodative, we will continue to monitor very closely all developments with respect to upside risks to price stability. Maintaining price stability over the medium term is our guiding principle, which we apply when assessing new information, forming our judgements and deciding on any further adjustment of the accommodative stance of monetary policy.

As stated on previous occasions, the provision of liquidity and the allotment modes for refinancing operations will also be adjusted when 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 fourth quarter of 2010, recent statistical releases and survey-based indicators point towards a continued positive underlying momentum of economic activity in the euro area ~~in early~~ during the first quarter of 2011 and at the beginning of the second quarter. Looking ahead, euro area exports should be supported by the ongoing ~~recovery~~ expansion in the world economy. At the same time, taking into account the ~~relatively~~ high level of business confidence in the euro area, private sector domestic demand should contribute increasingly ~~contribute~~ to economic growth, benefiting from the accommodative monetary policy stance and the measures adopted to improve the functioning of the financial system. However, ~~the recovery in~~ activity is expected to continue to be dampened somewhat by the process of balance sheet adjustment in various sectors.

In the Governing Council's assessment, the risks to this economic outlook remain broadly balanced in an environment of elevated uncertainty. On the one hand, global trade may continue to grow more rapidly than expected, thereby supporting euro area exports. Moreover, ~~continued~~ strong business confidence could provide more support to domestic economic activity in the euro area than currently expected. On the other hand, downside risks relate to the ongoing tensions in some segments of the financial markets that may potentially spill over to the euro area real economy. Downside risks also relate to further increases in energy prices, ~~in particular~~ particularly in view of ongoing geopolitical tensions in North Africa and the Middle East, and to protectionist pressures and the possibility of a disorderly correction of global imbalances. Finally, there are still potential risks stemming from the economic impact on the euro area and elsewhere of the ~~recent~~ natural and nuclear ~~disaster~~ disasters in Japan.

With regard to price developments, euro area annual HICP inflation was ~~2.68%~~ in ~~March 2011~~ April according to Eurostat's flash estimate, after ~~2.47%~~ in ~~February~~ March. The increase in inflation rates ~~in early during the first four months of 2011~~ largely reflects higher commodity prices. ~~Pressure stemming from the sharp increases in energy and food prices~~ Looking ahead, inflation rates are likely to stay clearly above 2% over the coming months. Upward pressure on inflation, mainly from energy and commodity prices, is also discernible in the earlier stages of the production process. It is of paramount importance that the rise in HICP inflation does not ~~lead~~ translate into second-round effects in price and wage-setting behaviour and ~~thereby give rise~~ lead to broad-based inflationary pressures ~~over the medium term~~. Inflation expectations must remain firmly anchored in line with the Governing Council's aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

Risks to the medium-term outlook for price developments remain on the upside. They relate, in particular, to higher than assumed increases in energy prices, not least ~~owing to~~ on account of the ongoing political tensions in North Africa and the Middle East. More generally, strong economic growth in emerging markets, supported by ample liquidity at the global level, may further fuel commodity price rises. Moreover, increases in indirect taxes and administered prices may be greater than currently assumed, owing to the need for fiscal consolidation in the coming years. Finally, risks also relate to stronger than expected domestic price pressures in the context of the ongoing recovery in activity.

Turning to the **monetary analysis**, the annual growth rate of M3 increased to ~~2.0% in February 2011, from 1.5% in January~~ 3% in March 2011, from 2.1% in February. Looking through the recent volatility in broad money growth ~~owing to~~ caused by special factors, M3 growth has continued to edge up over recent months. The annual growth rate of loans to the private sector ~~also increased further to 2.6% in February, from 2.4% in the previous month~~ Hence remained broadly unchanged at 2.5% in March, after 2.6% in February. Overall, the underlying pace of monetary expansion is gradually picking up, but it remains moderate. At the same time, monetary liquidity accumulated prior to the period of financial market tensions remains ample and may facilitate the accommodation of price pressures in the euro area.

Looking at M3 components, ~~annual M1 growth moderated further to 2.9% in February 2011~~ the annual growth rate of M1 remained broadly unchanged in March, while ~~the growth that~~ of other short-term deposits ~~and marketable instruments has increased~~. ~~This rebalancing within M3 reflects the impact of the recent steepening of the yield curve on the remuneration of different monetary assets. However, this steeper yield curve also~~ The development partly reflects the gradual increase in the remuneration of these deposits over recent months. At the same time, the steep yield curve implies a dampening impact on overall M3 growth, as it reduces the attractiveness of monetary assets compared with more highly remunerated longer-term instruments outside M3.

On the counterpart side, ~~a further rise in the annual growth rate of bank loans to the private sector in February is due in part to~~ there has been a further slight strengthening in the growth of loans to non-financial corporations, which rose to ~~0.8% in March, after 0.6% in February, after 0.5% in January~~. The growth of loans to households was ~~3.04% in February~~ 3.4% in March, compared with ~~3.10% in January~~. Overall, ~~in early 2011 the positive flow of lending to the non-financial private sector has become more broadly based across the household and non-financial corporation sectors~~ February. 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.

The ~~latest data confirm that banks have expanded their lending to the private sector further, while at the same time the~~ overall size of ~~their bank~~ balance sheets has remained broadly unchanged over the past few months, notwithstanding some volatility. 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. In particular, banks that currently have limited access to market financing urgently need to increase their capital and their efficiency.

To sum up, based on its regular economic and monetary analyses, the Governing Council decided to increase the key ECB interest rates by unchanged following the 25-basis points point increase on 7 April 2011. The information that has become available since then confirms our assessment that an adjustment of the current very accommodative monetary policy stance is warranted in the light of upside risks to price stability that we have identified in our economic analysis. We continue to see upward pressure on overall inflation, mainly owing to energy and commodity prices. A **cross-check** with the signals coming from our monetary analysis indicates that, while the underlying pace of monetary expansion is still moderate, monetary liquidity remains ample and may facilitate the accommodation of price pressures. Furthermore, recent economic data confirm the positive underlying momentum of economic activity in the euro area, with uncertainty continuing to be elevated. All in all, it is essential that the recent price developments do not give rise to broad-based inflationary pressures over the medium term. Our decision will contribute to keeping inflation expectations in the euro area must remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. Such anchoring is a prerequisite for monetary policy to contribute to make an ongoing contribution towards supporting economic growth and job creation in the euro area. At the same time, With interest rates across the entire maturity spectrum remain low. Thus, the stance of monetary policy remains accommodative and thereby continues to lend considerable support to economic activity and job creation. Recent economic data confirm that the underlying momentum of economic activity continues to be positive, with uncertainty remaining elevated. We low and the monetary policy stance still accommodative, we will continue to monitor very closely all developments with respect to upside risks to price stability. Maintaining price stability over the medium term is our guiding principle, which we apply when assessing new information, forming our judgements and deciding on any further adjustment of the accommodative stance of monetary policy.

Turning to **fiscal policies**, current information points to uneven developments in countries' adherence to the agreed fiscal consolidation plans. There is a risk that, in some countries, fiscal balances may fall behind the targets agreed by the ECOFIN Council for the necessary and timely correction of excessive deficits. It is essential that all governments achieve the consolidation meet the fiscal balance targets for 2011 that they have announced. Moreover, the announcement of fully specified consolidation measures for 2012 and beyond would help to convince the general public and market participants that the corrective policies will be sustained. Strengthened confidence in the sustainability of public finances is key, as this will reduce interest rate risk premia and improve the conditions for sound and sustainable growth. Where necessary, additional corrective measures must be implemented swiftly to ensure progress in achieving fiscal sustainability. The implementation of credible policies is crucial in view of ongoing financial market pressures.

At the same time, it is crucial of the utmost importance that substantial and far-reaching **structural** reforms be implemented urgently implemented in the euro area area in order to strengthen its growth potential, competitiveness and flexibility. In particular, countries which have high fiscal and external deficits or which are suffering from a loss of competitiveness should embark on comprehensive economic reforms. In the case of product markets, policies that enhance competition and innovation should, in particular, be further pursued to speed up restructuring and to facilitate advances bring about improvements in productivity. On Regarding the labour market, the priority must be to enhance wage flexibility and incentives to work, and to remove labour market rigidities.

Finally, the Governing Council is of the view that the package of six legislative proposals on economic governance, adopted by the European Council at its summit on 24-25 March 2011, goes some way to improving economic and budgetary surveillance in the euro area. However, in our view, the proposals fall short of the necessary quantum leap in the surveillance of the euro area which is needed to ensure the smooth functioning of Economic and Monetary Union. Therefore, the The Governing Council, in line with the ECB's opinion of 17 February 2011 on these the six legislative proposals on economic governance, urges the ECOFIN Council, the European Parliament and the European Commission to agree, in the context of their "trialogue", on more stringent requirements, more automaticity in the procedures and a clearer focus on the most vulnerable countries with losses in competitiveness. All this would help to ensure that the new framework is effective in the long run.

Finally, the Governing Council welcomes the economic and financial adjustment programme which was agreed by the Portuguese government following the successful conclusion of the negotiations with the European Commission, in liaison with the ECB, and the International Monetary Fund.

The programme contains the necessary elements to bring about a sustainable stabilisation of the Portuguese economy. It addresses in a decisive manner the economic and financial causes underlying current market concerns and will thereby contribute to restoring confidence and safeguarding financial stability in the euro area.

The Governing Council welcomes the commitment of the Portuguese public authorities to take all the necessary measures to achieve the objectives of the programme. It considers very important the broad political support for the adjustment programme, which enhances the overall credibility of the programme.

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 O182.