BBVA

ECB Watch

Reunión: 4 marzo de 2010
Próxima reunión: 8 abril de 2010

Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

Dependencia semanal

- **El BCE ha acelerado la estrategia de salida de las medidas no convencionales, para lo cual ha retomado la aplicación de subastas a tipo variable en las operaciones a tres meses.**
- **Las subastas de cobertura total con tipos fijos se mantendrán para las operaciones semanales y mensuales durante al menos otros seis meses.**
- **Las predicciones de los economistas del BCE no se han modificado prácticamente: siguen previendo un crecimiento moderado y una inflación contenida.**
- **Tras las convincentes medidas que anunció el gobierno griego, Trichet sigue ofreciendo su apoyo (si fuese necesario) y mantiene su postura contraria a una intervención por parte del FMI.**

Salida futura: tras dos meses de calma en el frente de la política monetaria, en la reunión de marzo había grandes expectativas de que se establecieran medidas nuevas en las operaciones de liquidez, después de que el BCE decidiera en diciembre prolongar las inyecciones de liquidez "al menos hasta" marzo. Teniendo en cuenta la debilidad de la economía de la zona euro, su baja inflación y, en particular, las diferencias de la deuda gubernamental en relación con la crisis griega y su posible impacto en la situación financiera de los bancos, esperábamos que tales medidas se mantuvieran durante al menos otro semestre. En su lugar, el BCE ha retirado las operaciones a tres meses (tal como preveían otros observadores) y mantuvo la cobertura total para las operaciones a una semana y a un mes. Los mercados no han mostrado prácticamente reacción alguna ante esta decisión, lo cual refleja que las provisiones de liquidez a largo plazo de las operaciones a 12 y 6 meses aún en curso son suficientes por el momento. En caso de una posible inversión de las normas de colateral a finales del presente año (lo cual en un principio debería producirse a no ser que el BCE lo prolongue), Trichet se ha negado ha proporcionar señal alguna.

Detalles sobre la retirada de liquidez: las operaciones principales de financiación y las repos con condiciones preferentes con vencimientos de un mes seguirán llevándose a cabo como procedimientos de subasta de tipo fijo con cobertura total “mientras sea necesario y al menos hasta el final del noveno periodo de mantenimiento de este año el 12 de octubre de 2010”. Con inicio en la operación del 28 de abril, las repos a 3 meses volverán al procedimiento de tipo variable, pero el BCE ha dejado claro que proporcionará liquidez suficiente para garantizar el buen funcionamiento de los mercados.

Previsiones Macroeconómicas del BCE para la Zona Euro

	Diciembre 2009		Marzo 2010	
	2010	2011	2010	2011
PIB Real	0.1 - 1.5	0.2 - 2.2	0.4 - 1.2	0.5 - 2.5
IPCA	0.9 - 1.7	0.8 - 2.2	0.8 - 1.6	0.9 - 2.1

Fuente: ECB

Previsiones de los economistas del BCE con respecto al PIB: la anterior previsión situaba al PIB en un 0,8% para 2010, una previsión muy moderada en comparación con la opinión consensuada (la nuestra era inferior, un 0,6%). Tal como esperábamos, el BCE ha mantenido esta cifra, dado que las noticias recientes sobre crecimiento han sido mayormente negativas y la perspectiva sigue siendo poco halagüeña sin una recuperación de la demanda privada. Para 2011 se prevé un crecimiento del 1,5%, algo más que lo previsto para el año anterior (1,2%), gracias a la mejor perspectiva para el crecimiento global.

Continúa la moderación en la inflación: el punto medio de las previsiones de inflación se sitúa en el 1,2% para 2010 y en un 1,5% para 2011, siendo marginalmente inferiores que anteriormente para 2010 (por la reciente debilidad) y no cambian para 2011. Sea como fuere, la inflación sigue siendo moderada y persiste la aparente incoherencia de las previsiones de una inflación muy por debajo del nivel del 2% (aunque se retire la liquidez). Se podría argumentar que en dos años estas previsiones serán compatibles con un tipo cercano al 2%, con lo cual se concede el beneficio de la duda al BCE.

Agregados monetarios: no hay muchas noticias al respecto. Persisten la debilidad del agregado monetario M3 y la contracción del crédito al sector privado, especialmente a las empresas.

Grecia, el FMI y la UE: tal como sucedió en las últimas reuniones, la mayoría de las preguntas concernían a la situación en Grecia y a los pasos a seguir en el futuro en la crisis griega. Trichet leyó la nota sobre el apoyo del BCE que se publicó ayer tras el anuncio de las nuevas medidas fiscales griegas, a las cuales calificó de muy convincentes. Ahora espera que la convicción de los mercados sea igual que la del BCE y, consecuentemente, que compren deuda griega. El BCE ayudará a Grecia en caso de experimentar dificultades en su propia financiación y Trichet hizo referencia al último comunicado en la reunión de los jefes de gobierno de la UE, donde él estaba presente, y en el que se confirmaba implícitamente tal ayuda. Pero está claro que el BCE (y probablemente también los gobiernos de la UE) hace ver que, por el momento, tal ayuda no será necesaria. Trichet fue asimismo muy tajante a la hora de rechazar la intervención del FMI, después de que el gobierno Griego filtrara ayer una amenaza velada de recurrir a éste si la UE no respalda la deuda griega (si fuera necesario). Algo que no es nuevo para el BCE (fue un tema que se trató en la última reunión) y sigue la línea fundamental de la UE de que tal intervención constituiría un fracaso para el euro en su totalidad. De hecho, Trichet intentó vender hoy en Grecia los acontecimientos como una señal de que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está funcionando a la perfección (presión de otros gobiernos, medidas que emprende el gobierno griego), ampliando de alguna forma la interpretación sobre cómo debería funcionar el PEC.

Reacción de los mercados: los mercados no han mostrado prácticamente reacción alguna durante y después de la conferencia de prensa, lo cual indicaría que estiman que la liquidez a largo plazo es suficiente por el momento y que las subastas semanales bastan para satisfacer la demanda. El euro se depreció algo frente al dólar estadounidense, pasando del 1,37 al 1,365. Los bonos a dos años siguen estables en un 0,98, mientras que los bonos a diez años no experimentaron cambios situándose en 3.14-3.15. Los bonos griegos no reflejaron cambios relevantes incluso cuando el gobierno de Grecia lanzó un bono sindicado de 5.000 millones.

Objetivos de la inflación: sin tener relación alguna con estos acontecimientos, pero igualmente importante, Trichet rechazó tajantemente la idea de elevar el objetivo para la inflación al 4%, tal como sugirió recientemente Oliver Blanchard, economista jefe del FMI. Otros funcionarios del BCE (Axel Weber y otros) han mostrado una postura igual de férrea que la de Trichet con respecto a este tema. Parece que el BCE cree que los problemas de transición y el impacto en la deflación de la deuda son razones suficientes para contrarrestar la ventaja lógica de tener más capacidad de maniobra para plantar cara a las trampas de liquidez en el futuro. Las referencias a bibliografía económica por parte del Sr. Trichet para respaldar sus comentarios han sido más que discutibles.

Conclusión

La retirada de la cobertura total a las operaciones a tres meses no ha tenido un impacto en los mercados, ya que estiman que hay liquidez suficiente en el sistema y que una vez que se revierta la operación a 12 meses de junio de 2009, las subastas semanales de este año satisfarán la demanda. Esto representa por sí mismo una buena noticia, pese a que lo que suceda después de octubre (o incluso antes) dependerá de los fundamentos de la economía europea y de la situación griega. Nuestra opinión es que tales fundamentos no son sólidos y que se sigue necesitando una ampliación ulterior de la cobertura total, pero nos encontramos lejos de tal cosa. Las medidas siguientes estarán vinculadas a la evolución de Grecia (económica y con respecto a la deuda) y a la reacción de la UE. En cuanto a los tipos oficiales, seguimos creyendo que el primer aumento se producirá a mediados de 2011.

Cuadro: Declaraciones del BCE

	4 de diciembre	14 de enero	4 de febrero	4 de marzo	Comentarios finales*
Postura en cuanto a política monetaria	**Los tipos siguen siendo apropiados**. No todas las medidas de liquidez serán necesarias en la misma medida que en el pasado. Eliminación de las subastas a 6 y 12 meses; se mantiene la cobertura total hasta que sea necesario y al menos hasta marzo.	**Los tipos siguen siendo apropiados**. El Consejo de Gobierno también **continuará implantando la retirada gradual** de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean necesarias en la misma medida que en el pasado.	**Los tipos siguen siendo apropiados**. **A principios de marzo, el Consejo de Gobierno adoptará decisiones sobre la continuidad de la implementación de la retirada gradual** de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean necesarias en la misma medida que en el pasado.	**Los tipos siguen siendo apropiados**. El CG ha decidido **seguir aplicando OPF y operaciones de financiación a un mes como procedimientos de licitación con tipo fijo y cobertura total durante el tiempo que sea necesario**. Las operaciones a tres meses de financiación a largo plazo volverán a los procedimientos de licitación de tipo variable en abril.	**Los tipos siguen siendo apropiados. El Consejo de Gobierno continuará implantando la retirada gradual de liquidez**
Crecimiento	Los datos de la encuesta disponibles sugieren que la recuperación seguirá avanzando en el 4T. **Se prevé que la economía de la zona euro crecerá a un ritmo moderado** (0,8%) **en 2010** y el proceso de recuperación será probablemente desigual.	Los datos recientes confirman que la actividad económica continuará expandiéndose hasta el cierre del año. **Se prevé que la economía de la zona euro crecerá a un ritmo moderado** (0,8%) **en 2010** y el proceso de recuperación será probablemente desigual.	Los datos recientes confirman que la actividad económica continuará expandiéndose hasta aproximadamente el cierre del año. **Se prevé que la economía de la zona euro crecerá a un ritmo moderado en 2010**, y que el proceso de recuperación será probablemente desigual y estará sujeto a incertidumbres.	Los indicadores disponibles sugieren que la recuperación económica en la zona euro está en marcha, pese a que seguramente no será heterogénea. **El crecimiento del PIB seguirá siendo moderado en 2010**.	**La recuperación económica está en marcha, pero no es heterogénea. Los riesgos están equilibrados.**
Inflación	**Se espera un incremento adicional de la inflación en los meses por venir** (efectos base al alza en los componentes de la energía y alimentos), pero **se mantiene moderada en el horizonte relevante de la política** como consecuencia de la lenta recuperación de la demanda.	Se prevé que la **inflación se sitúe en el 1% a corto plazo**, y que se mantenga **moderada en el horizonte de la política** como consecuencia de la lenta recuperación de la demanda.	Se prevé que la **inflación se sitúe en el 1% a corto plazo**, y que se mantenga **moderada en el horizonte de la política**, en línea con la lenta recuperación de la demanda.	Se prevé que la **inflación se sitúe en el 1% a corto plazo**, y que se mantenga **moderada en el horizonte de la política**, en línea con la lenta recuperación de la demanda.	**Las tasas de inflación se mantendrán muy por debajo del 2% en 2010. Las expectativas de inflación se mantienen firmes**
Riesgos	Los riesgos relativos a estas previsiones están **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones están **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales**.	Los riesgos relativos a estas previsiones siguen **equilibrados en líneas generales**.	**Equilibrados en líneas generales.**
Análisis monetario	El análisis monetario confirma las presiones de la baja inflación mientras que las masas monetarias y crediticias siguen ralentizándose. Los préstamos a familias se estabilizan en tipos bajos. Lo habitual es que el incremento de los créditos a las empresas se recupere con cierto retraso con respecto al ciclo de la actividad económica.	El análisis monetario confirma la evaluación de una desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente y la disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo. Puntos de inflexión en el crecimiento de los préstamos a empresas, retrasando normalmente los de actividades económicas.	El análisis monetario continúa respaldando nuestra previsión de una desaceleración moderada del ritmo de expansión monetaria subyacente, y una disminución de las presiones inflacionarias a medio plazo. **El crecimiento de la M3 y del crédito se mantendrá flojo en los próximos tiempos**.	Los análisis monetarios confirmaron un crecimiento monetario débil continuado y, por ende, las presiones inflacionarias son bajas. **El crecimiento de la M3 y del crédito se mantendrá flojo en los próximos tiempos**.	**Poco crecimiento monetario y crediticio. Presiones inflacionarias bajas.**
Evolución	0.00	0.00	0.00	0.00	
Tipo de interés "Refi"	1.00	1.00	1.00	1.00	

* Interpretación que BBVA hace de la opinión del BCE según la declaración y la conferencia de prensa

Eventos relevantes antes de la próxima reunión del BCE (8 de abril)

12 de marzo	Producción industrial en la zona del euro, enero
15 de marzo	Empleo en la zona euro, Q4/2009
16 de marzo	Inflación en la zona del euro, febrero
17 de marzo	Índice de costes laborales de la zona del euro, 4T/2009
17 de marzo	Producción de la construcción en la zona del euro, enero
18 de marzo	Balanza comercial de la zona del euro, enero
24 de marzo	PMI preliminar de la zona del euro, marzo
24 de marzo	Nuevos pedidos industriales en la zona del euro, enero
25 de marzo	Agregados monetarios de la zona del euro, febrero
29 de marzo	Encuesta de empresas y consumidores de la zona del euro, marzo
31 de marzo	Desempleo en la zona del euro, febrero
31 de marzo	Estimación preliminar de la inflación de la zona euro, marzo
7 de abril	Precios de la producción industrial en la zona del euro, febrero
7 de abril	Cuentas nacionales de la zona euro, segunda publicación 4T/09
8 de abril	Ventas al por menor en la zona euro, febrero