

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 14 de enero de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2009, se espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos también confirman que a finales de 2009 la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. No obstante, algunos de los factores que contribuyen al crecimiento del PIB real son de naturaleza temporal. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro registre un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado el descenso del crecimiento monetario y crediticio que se está produciendo de forma paralela. En conjunto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,4% en el tercer trimestre de 2009 y los datos más recientes confirman que a finales del pasado año, la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. La zona del euro se ha venido beneficiando de un giro en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las significativas medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, algunos de los factores que apoyan la recuperación son de carác-

ter temporal. Además, es probable que durante algún tiempo el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro, suponga un lastre para la actividad económica. Asimismo, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenarán probablemente la inversión y se espera que el desempleo de la zona del euro sea ligeramente superior, traduciéndose en una reducción del crecimiento del consumo. Por estos motivos, es previsible que la economía de la zona del euro crezca solo a un ritmo moderado en 2010, y el proceso de recuperación podría ser irregular.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados. Entre los factores al alza, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. La confianza podría también continuar mejorando y la recuperación, tanto de la economía mundial como del comercio exterior, podría ser mucho mayor de la prevista. En cuanto a los riesgos a la baja, persiste la preocupación de que se produzca una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y la posibilidad de que los mercados se vean afectados por perturbaciones relacionadas con la corrección de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, tal como se esperaba, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó adicionalmente en diciembre de 2009, situándose en el 0,9%, frente al 0,5% registrado en noviembre. Este aumento refleja, principalmente, efectos de base derivados fundamentalmente de la caída de los precios mundiales de la energía registrada hace un año. Se espera que la inflación se mantenga en torno al 1% a corto plazo. A más largo plazo, es previsible que la inflación siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política moneta-



ria y que la evolución de precios, costes y salarios continúe muy moderada en consonancia con una lenta recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países. En este contexto, es importante destacar, una vez más, que las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para estas perspectivas están en general equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas relativas a la actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo que se espera actualmente, debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, tanto las tasas de crecimiento interanual de M3 como de los préstamos concedidos al sector privado fueron negativas en noviembre, situándose en el $-0,2\%$ y en el $-0,7\%$, respectivamente. La caída simultánea a tasas de crecimiento históricamente bajas registradas por estas dos series durante los últimos meses, avala la valoración de que se ha producido una desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. De cara al futuro, probablemente, el crecimiento tanto de M3 y como del crédito se mantenga débil o negativo durante algún tiempo.

El descenso del crecimiento monetario efectivo es probable que sobreestime la desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente, debido a la continuada fuerte pendiente de la curva de rendimiento, que explica el desplazamiento de fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo. Al mismo tiempo, la configuración de los tipos de interés sigue favoreciendo una evolución divergente de los principales componentes de M3, ya que el estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de remuneración de los diferentes depósitos bancarios a corto plazo disminuye el

coste de oportunidad de desplazar fondos desde, por ejemplo, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió siendo considerable, situándose en el $12,6\%$ en noviembre, mientras que el crecimiento interanual de M3 en ese mes fue negativo.

El crecimiento interanual negativo de los préstamos bancarios al sector privado oculta una vuelta a tasas de crecimiento interanual positivas en el caso de los préstamos a hogares, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras resultó más negativo. Esta divergencia resulta acorde con regularidades del ciclo económico, según las cuales los puntos de inflexión en el crecimiento de los préstamos a empresas se producen con cierto retraso con respecto a los del crecimiento de la actividad económica. En el caso de los hogares, los datos más recientes vuelven a confirmar una estabilización en niveles reducidos. En el caso de los préstamos concedidos a sociedades no financieras, el descenso sigue reflejando principalmente un alto nivel de amortización neta de préstamos a plazos más cortos, mientras que la obtención y concesión de préstamos a plazos más largos se mantuvieron positivas. Los bajos niveles de la producción y de los intercambios comerciales, conjuntamente con la actual incertidumbre en cuanto a las perspectivas empresariales, continuarán probablemente frenando la demanda empresarial de financiación bancaria durante los próximos meses. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación de las empresas, tanto en lo que respecta a los créditos bancarios como a la financiación en los mercados, han mejorado en los últimos meses en términos de costes. A este respecto, los continuados flujos negativos de préstamos bancarios a corto plazo a sociedades no financieras observados en los últimos meses podrían reflejar, en parte, mejores posibilidades de sustitución por fuentes diversas de financiación a más largo plazo.

Las entidades de crédito han seguido disminuyendo el tamaño de sus balances, principalmente mediante la reducción de sus activos frente a otras entidades de crédito. El reto continúa siendo llevar

a cabo el ajuste del tamaño y de la estructura de los balances al tiempo que se asegura la disponibilidad de crédito al sector no financiero. Para superarlo, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación con el fin de reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE continúa siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2009, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos también confirman que a finales de 2009 la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. No obstante, algunos de los factores que contribuyen al crecimiento del PIB real son de naturaleza temporal. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro registre un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado el descenso del crecimiento monetario y crediticio que se está produciendo de forma paralela. En conjunto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno mantendrá su línea de mayor apoyo de crédito al sistema bancario, al mismo tiempo que tomará en consideración la mejora de las condiciones de los mercados financieros que se está produciendo y evitará distorsiones

asociadas al mantenimiento de medidas extraordinarias durante demasiado tiempo. Asimismo, seguirá llevando a cabo una retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean tan necesarias como en el pasado. A fin de contrarrestar de forma efectiva los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante los próximos meses.

En relación con las políticas fiscales, muchos Gobiernos de la zona del euro se enfrentan a desequilibrios presupuestarios elevados y en considerable aumento. Las necesidades de financiación pública muy elevadas conllevan el riesgo de desencadenar cambios rápidos en el clima de los mercados, que se traduzcan en unos tipos de interés de mercado a medio y largo plazo menos favorables. Esto, a su vez, frenaría la inversión privada y de ese modo se debilitarían las bases de un crecimiento sostenido. Además, un nivel elevado de déficit y deuda públicos supondría una carga adicional para la política monetaria y menoscabaría la credibilidad de las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. En consecuencia, el Consejo de Gobierno apela a los Gobiernos a que elaboren y apliquen de forma oportuna estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas, basadas en previsiones de crecimiento realistas y centradas principalmente en la reforma del gasto. La reducción de impuestos solo debería considerarse a medio plazo, cuando los países cuenten con el suficiente margen de maniobra presupuestario. En este sentido, los actuales compromisos de los Gobiernos de iniciar el proceso de saneamiento presupuestario como muy tarde en 2011 y de superar ampliamente la referencia estructural para el ajuste del 0,5% del PIB anual, constituyen el requisito mínimo para todos los países de la zona del euro. El éxito de las estrategias de ajuste presupuestario dependerá también, de manera decisiva, de que las instituciones y las normas presupuestarias nacionales sean apropiadas, y precisa de procedimientos presupuestarios

transparentes, así como de unas estadísticas de finanzas públicas fiables y completas.

En lo que concierne a las reformas estructurales, la reestructuración apropiada del sector bancario debería desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones, creando así las condiciones para la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenido.

El Eurosistema presentará su respuesta a la consulta pública realizada por la Comisión Europea sobre la estrategia UE 2020, diseñada para suceder a la actual estrategia de Lisboa. Con el fin de superar los retos futuros, la estrategia UE 2020 debería centrarse en incrementar el potencial de cre-

cimiento y en crear un alto nivel de empleo mediante el buen funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos, y de sistemas financieros sólidos y de políticas presupuestarias sostenibles. El objetivo es lograr una economía social de mercado altamente competitiva, tal y como se recoge en el Tratado.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero describe la manera en el BCE ha valorado, señalado y aplicado la orientación de la política monetaria en el contexto de la reciente crisis financiera. En el segundo artículo se examinan las relaciones del BCE con otras importantes instituciones y órganos de la Unión Europea que se han establecido desde la adopción del euro. En el tercero, se presenta una visión general y una estimación de los derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro.