



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de febrero 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 14 de enero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los datos más recientes confirman asimismo que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010. Es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y las perspectivas siguen estando sujetas a incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga 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.

Los datos más recientes confirman que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. La zona del euro se ha beneficiado de un cambio en el ciclo de existencias y de una 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. No obstante, estos factores de estímulo son de naturaleza temporal y es probable que la actividad se vea afectada negativamente por 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. Asimismo, el bajo nivel de las tasas de utilización de la capacidad productiva podría refrenar la inversión y se espera que el desempleo de la zona del euro aumente ligeramente, con lo que

disminuiría el crecimiento del consumo. Por estos motivos se espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado en 2010 y es posible que el ritmo del proceso de recuperación sea irregular.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado y tanto la economía mundial como el comercio exterior podrían recuperarse con más fuerza de lo previsto. Asimismo, podrían producirse efectos más fuertes de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo, sigue existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado, de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas y una intensificación de las presiones proteccionistas; por último, también podría producirse una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ha registrado un nuevo aumento y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, se situó en enero de 2010 en el 1,0%, frente al 0,9% registrado en diciembre de 2009. A corto plazo, se espera que la inflación se mantenga en torno al 1% y que siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Como reflejo de la débil recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países, es previsible que siga observándose gran contención en la evolución de precios, costes y salarios. En este contexto, es importante reiterar 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 una

mayor actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió siendo negativa en diciembre de 2009, situándose en el $-0,2\%$. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado fue cero. Estos datos siguen respaldando la valoración del Consejo de Gobierno de que se ha observado una disminución del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas. La evolución monetaria observada podría ser más débil que la tasa de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto contractivo de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. En cuanto al futuro, es probable que el crecimiento crediticio y de M3 siga siendo débil durante algún tiempo.

La actual configuración de los tipos de interés sigue teniendo una fuerte influencia en el nivel y en la composición del crecimiento interanual de M3. Por una parte, la baja remuneración que ofrecen los depósitos bancarios a corto plazo representa un incentivo para desviar fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo. Por otra, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo disminuyen el coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que ha seguido registrando un fuerte crecimiento interanual, situándose en diciembre de 2009 por encima del 12% .

El nivel cero de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado refleja un nuevo incremento del crecimiento de los préstamos concedidos a hogares, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se tornó más negativo. Esta divergencia es acorde con regularidades del ciclo económico. La actual contracción

de los saldos vivos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sigue debiéndose exclusivamente al alto nivel de amortización de los préstamos a corto plazo. La contracción del sector en su conjunto podría deberse en parte a la sustitución por financiación a través de los mercados financieros.

Teniendo en cuenta los desfases habituales entre los cambios de signo de la actividad económica y los de la demanda de préstamos bancarios, es previsible que el crecimiento de los préstamos siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras ha seguido cayendo, y el endurecimiento, en términos netos, de los criterios de aprobación de los créditos aplicados por las entidades ha continuado suavizándose, como se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios correspondiente al último trimestre de 2009. Asimismo, las entidades de crédito han seguido reduciendo el tamaño de sus balances durante los últimos meses. A este respecto, las entidades siguen afrontando el reto de ajustar el tamaño y la estructura de sus balances sin menoscabar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero. Para responder a este reto, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación para reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar la recapitalización. Esto resulta importante para mejorar el acceso a la financiación, especialmente para aquellas empresas que no pueden recurrir a la financiación de los mercados financieros.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 14 de enero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes han confirmado que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. Respecto al futuro, el Con-

sejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010. Es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y las perspectivas siguen estando sujetas a 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. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga 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.

El Consejo de Gobierno seguirá aplicando las medidas de apoyo al crédito para el sistema bancario, si bien teniendo en cuenta la mejora en curso de las condiciones del mercado financiero y evitando que se produzcan distorsiones asociadas al mantenimiento de medidas extraordinarias durante demasiado tiempo. A principios de marzo, el Consejo de Gobierno tomará decisiones en relación con la continuación de la 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 riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta a la política fiscal, muchos países de la zona del euro se enfrentan a fuertes desequilibrios presupuestarios en rápido crecimiento, que generan el riesgo de tipos de interés a medio y a largo plazo menos favorables y descensos de la inversión privada. Por otra parte, los elevados niveles de déficit y deuda pública representan una carga adicional para la política monetaria y desacreditan la función del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. En este contexto, es de vital importancia que el programa de estabilidad

de todos los países de la zona del euro incorpore medidas concretas acordes con las estrategias de salida fiscal y de consolidación para el próximo período. De conformidad con el procedimiento de déficit excesivo, se exigirá a todos los países que cumplan los compromisos adquiridos. El saneamiento de las finanzas públicas deberá comenzar en 2011 a más tardar y tendrá que exceder sustancialmente el ajuste anual del 0,5 del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es necesario prestar especial atención a las reformas del gasto.

Puesto que la crisis financiera ha afectado negativamente a la capacidad productiva de las economías de la zona del euro, el reto principal para reforzar la sostenibilidad del crecimiento y la creación de empleo es acelerar las reformas estructurales. En los mercados de productos, se necesitan urgentemente políticas dirigidas a fomentar la competencia y la innovación, a fin de acelerar las reestructuraciones y la inversión y para crear nuevas oportunidades empresariales. En los mercados de trabajo, se requieren moderación en la fijación de los salarios, incentivos efectivos para trabajar y suficiente flexibilidad, a fin de evitar un crecimiento significativo del desempleo estructural en los próximos años. Finalmente, 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 y crear las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero describe cómo los mercados de repos se han visto afectados por las turbulencias de los mercados financieros y analiza las vinculaciones entre las operaciones del Euro-sistema y dichos mercados. El segundo artículo trata sobre los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito. En el tercero, se presenta una versión actualizada de la evolución general de las estadísticas económicas de la zona del euro.