



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de abril 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 4 de marzo 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, en los primeros meses de 2010, la recuperación económica de la zona del euro ha seguido su curso. En general, el Consejo de Gobierno espera que en 2010, en un entorno de incertidumbre, el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, y que posiblemente su patrón de crecimiento sea irregular debido a diversos factores de carácter especial. 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 de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta al análisis económico, la economía de la zona del euro registró un crecimiento del 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras un período de pronunciado descenso, mientras que, según la segunda estimación de Eurostat, en el cuarto trimestre el PIB real permaneció estable. La economía se ha beneficiado de la actual recuperación de la economía mundial, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los indicadores disponibles, en particular los últimos datos positivos procedentes de las encuestas empresariales, sugieren que la recuperación económica de la zona

del euro ha continuado durante los primeros meses de 2010, aunque podría haberse visto afectada por varios factores de carácter especial, como las adversas condiciones meteorológicas. En consecuencia, es posible que el crecimiento del PIB real de la zona del euro haya sido muy desigual entre finales del año pasado y principios de este año, por lo que conviene hacer abstracción de la volatilidad de los datos trimestrales y comparar la evolución del crecimiento en base a datos semestrales. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el crecimiento del PIB real continúe a ritmo moderado en 2010, debido a que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las expectativas de utilización reducida de la capacidad productiva probablemente frenen la inversión, y a que la debilidad de las perspectivas de los mercados de trabajo está frenando el consumo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados, en un entorno de incertidumbre. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más fuerza de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado. 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, en relación con las tensiones renovadas existentes en algunos segmentos del mercado financiero, la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pudiera tener mayor intensidad o 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, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en marzo de 2010 en el 1,5%, frente al 0,9% registrado en febrero. Aunque todavía no

se dispone de datos desagregados de la evolución general del IAPC, este resultado, superior al esperado, podría estar relacionado en particular con el componente energético, así como con los precios de los alimentos, posiblemente en parte como resultado de las condiciones meteorológicas. Se espera que la inflación 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, se espera que precios, costes y salarios sigan siendo muy moderados. 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 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 se refiere al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en febrero en el  $-0,4\%$ . En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado siguió siendo débil, registrando un  $-0,4\%$ , a pesar del flujo positivo observado en este mes. En conjunto, los últimos datos siguen respaldando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo asociadas a la evolución monetaria son reducidas. Es probable que el crecimiento crediticio y de M3 siga siendo débil también durante los próximos meses.

La continuación de la fuerte pendiente de la curva de rendimientos representa un incentivo para desviar fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo e implica asimismo que el crecimiento actual de M3 es inferior al ritmo subyacen-

te de la expansión monetaria. Al mismo tiempo, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos instrumentos incluidos en M3 suponen un bajo coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que ha seguido registrando un fuerte crecimiento interanual, situándose en febrero en el  $10,9\%$ . Sin embargo, los flujos mensuales en los componentes de M3 fueron en general pequeños en febrero, lo que sugiere que el fuerte impacto de la actual configuración de tipos de interés puede estar desapareciendo progresivamente.

El signo negativo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado sigue ocultando evoluciones contrapuestas: por una parte, un incremento del crecimiento interanual de los préstamos concedidos a hogares y, por otra, un crecimiento interanual negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, el flujo de préstamos a empresas en febrero fue positivo por primera vez desde agosto de 2009 y detuvo el descenso de la tasa de crecimiento interanual. Esta evolución positiva a corto plazo ha de evaluarse con cautela, teniendo en cuenta la volatilidad de los datos mensuales. Además, es una característica normal del ciclo económico que los préstamos a sociedades no financieras se mantengan en un nivel bajo durante algún tiempo después de que la actividad económica haya repuntado.

La reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito parece haberse detenido en los primeros meses de 2010. No obstante, las entidades siguen afrontando el reto de incorporar nuevos posibles ajustes, garantizando al mismo tiempo 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 apoyar la recapitalización.

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 dis-

ponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de marzo 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, en los primeros meses de 2010, la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo. En general, el Consejo de Gobierno espera que en 2010, en un entorno de incertidumbre, el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, y que posiblemente su patrón de crecimiento sea irregular debido a diversos factores de carácter especial. 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 de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

En lo que concierne a la política fiscal, es ahora esencial que los Gobiernos reduzcan los desequilibrios presupuestarios y corrijan los déficits excesivos en los plazos acordados. En algunos países de la zona del euro, el saneamiento presupuestario comenzará este año y en todos los demás tendrán que aplicarse medidas correctoras en 2011 a más tardar. El saneamiento presupuestario deberá exceder sustancialmente el ajuste anual estructural del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento; además, es necesario definir y aplicar estrictamente estrategias creíbles de ajuste presupuestario, lo que requiere esfuerzos concretos, especialmente por parte de los países con elevados niveles de déficit público y altas ratios de deuda en relación con el PIB, con mayor motivo, considerando el aumento esperado de los costes presupuestarios relacionados con el envejecimiento de la población. Asimismo, es necesario prestar especial atención a las reformas del gasto. El Consejo de

Gobierno acoge con satisfacción la declaración sobre Grecia emitida el 25 de marzo por los Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la zona del euro y apoya plenamente la intención de reforzar la vigilancia de los riesgos económicos y presupuestarios y los instrumentos para su prevención, incluido el procedimiento de déficit excesivo. El Consejo de Gobierno se felicita también de la decisión de trabajar para definir un marco firme para la resolución de crisis. El progreso en estos ámbitos debería dirigirse a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y favorecer el buen funcionamiento de la UEM.

En cuanto a las reformas estructurales, los acuerdos suscritos en la reunión del Consejo Europeo del 25 y el 26 de marzo referidos a la estrategia Europa 2020 deberían contribuir a reforzar la creación de empleo, la competitividad y el crecimiento sostenible. A este fin, las políticas deberían centrarse ahora en el fomento de la competencia, mientras que las medidas de apoyo a determinados sectores aplicadas durante la crisis deberían retirarse progresivamente. En los mercados de trabajo, se requieren suficiente flexibilidad en la fijación de los salarios y un aumento de los incentivos para trabajar, a fin de evitar un crecimiento del desempleo estructural en los próximos años. Asimismo, sigue siendo esencial una reestructuración apropiada del sector bancario. Unos balances saneados, la gestión efectiva del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y robustos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y garantizar un acceso adecuado a la financiación, creando las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

En lo que se refiere al sistema de activos de garantía del Eurosistema, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener el umbral mínimo de calidad crediticia de los activos negociables y no negociables del sistema de activos de garantía del Eurosistema al nivel de grado de inversión (es decir, BBB-/Baa3) más allá del año 2010, excepto en el caso de los bonos de titulización de activos (ABS, en sus siglas en inglés). Asimismo, el Consejo de

Gobierno ha decidido aplicar, a partir del 1 de enero de 2011, un sistema de recortes de valoración escalonados a los activos con una calificación en el rango BBB+ a BBB- (o equivalente). Este sistema sustituirá al recorte adicional y uniforme del 5% que actualmente se aplica a estos activos. El sistema detallado de recortes de valoración se basa en una serie de parámetros que se especifican en una nota de prensa publicada en el sitio web del BCE.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se describen algunas de las herramientas para la elaboración de proyecciones a corto plazo de la inflación que se utilizan en el BCE. En el segundo artículo se presentan las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro para contener el impacto de la crisis en el sector financiero. El tercer artículo trata sobre las perspectivas de los desequilibrios reales y financieros a escala mundial.