



ECB Watch

Reunión: 14 de enero de 2010

Próxima reunión: 4 de febrero de 2010

Pausa en las noticias relativas a la política monetaria, severidad respecto a Grecia

- Tal y como se podía prever tras la decisiva e informativa reunión del último mes, en esta ocasión no destaca ninguna novedad en la postura en cuanto a la política monetaria ni a la estrategia de salida.
- Durante la conferencia de prensa, el interés se centró en los asuntos fiscales, especialmente en relación a Grecia. Respecto a este tema, Trichet volvió a emplear el tono de severidad ya presente en las declaraciones de otros miembros del Consejo.

La reunión de hoy no aporta novedades informativas en lo que respecta a la política monetaria, algo previsible tras la reunión del último mes, con la publicación por parte del BCE de las nuevas previsiones, la decisión de retirar las subastas a un año y seis meses tras las de diciembre y marzo y de mantener las subastas semanales de provisión ilimitada de liquidez a tipo fijo, si bien únicamente hasta finales de marzo. La lectura del comunicado de hoy fue muy similar a la del mes pasado, especialmente en relación a la política monetaria y a la evaluación económica y monetaria. Quizá debido a esta falta de novedades, el BCE fue más directo respecto a los temas fiscales, que también dominaron la conferencia de prensa, debido a la gran cantidad de cuestiones planteadas acerca de Grecia y, en menor medida, de otros países. También destacó una reflexión acerca de temas de regulación.

Previsiones económicas: El BCE sigue previendo un crecimiento positivo en el cuarto trimestre y un promedio de crecimiento moderado para 2010. Trichet se mantuvo en la ya mencionada línea del “largo camino por recorrer” y de la prudencia: “debemos permanecer siempre alerta, con mucha prudencia”. El comunicado indica (algo que Trichet enfatizó posteriormente) que el crecimiento se basa parcialmente en factores temporales, en concreto el estímulo macroeconómico. Esto coincide con nuestra previsión relativamente pesimista para la economía europea.

Inflación: no se prevén riesgos para el período pertinente. En este aspecto, no hay novedades. La inflación se situará en torno al 1% a corto plazo. Cuando se le preguntó por este tema, Trichet corroboró las recientes declaraciones de Stark, situado en el ala más dura, que señalaba que no existían riesgos de inflación hasta finales de 2011.

Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com

Análisis monetario: La cifra de créditos a las familias se ha vuelto ligeramente positiva, si bien cae el crédito a empresas. “No representa una sorpresa [...] Se trata de efectos con retraso del crecimiento de los créditos pendientes”. Tampoco en este campo hay novedades, se trata de la misma línea de defensa “sin restricciones de crédito” de meses anteriores.

Tipos: Los tipos son los adecuados. La decisión relativa a los tipos de interés fue unánime. Trichet no quiso hacer comentarios respecto a las especulaciones del mercado que señalan que los tipos Eonia volverán a las tasas *repo* en el segundo semestre del año: “No me sorprendería que Eonia se aproximase al tipo de interés para depósitos debido al nivel de liquidez del mercado [...] Cuando cambiemos la gestión de liquidez, variará la posición del tipo Eonia”. Aunque este argumento se ha utilizado varias veces con anterioridad, no se menciona lo obvio, que el nivel actual de Eonia es algo deseado por el BCE (no únicamente el resultado imprevisto de la gestión de la liquidez).

Tipo de cambio: el habitual comunicado de acuerdo con la posición de Estados Unidos acerca de la solidez del dólar (añadiendo esta vez “Hablo con tono grave”).

Grecia: Trichet reiteró hoy de forma implícita la advertencia de que no se realizarán rescates a la que ya habían hecho mención Stark y Weber recientemente: “Ningún estado debería esperar un trato especial”. “Algunos gobiernos, uno en concreto, deben tomar decisiones muy complicadas”. También hizo comentarios respecto a la credibilidad de las cifras de Grecia: son “totalmente esenciales [...] el gobierno ha entendido el mensaje con gran claridad”; Papademos quiso añadir que el aspecto principal del nuevo plan griego para la mejora de las estadísticas es la implantación, de un instituto de estadística independiente. Trichet señaló también que no tendrán en cuenta la situación de Grecia a la hora de decidir respecto a la reversión de las normas de aval temporales en 2011, tras su flexibilización en 2008: “No vamos a modificar nuestro esquema de normas de aval por ningún país en concreto. Es evidente”. Se trata de una postura severa, según lo previsto, si bien también es posible que la dureza del mensaje se deba al tiempo invertido para hablar del tema en la conferencia de prensa. Sin embargo, ante la pregunta acerca de la preocupación en torno a una posible disolución del euro o el abandono de la zona del euro por parte de algún miembro, respondió que no le gusta comentar “hipótesis absurdas”, aunque reconoció que existe mucho trabajo por hacer. También intentó relativizar el problema de Grecia señalando que la economía griega se encuentra únicamente de un 2,5% a un 3% alejada de la de la zona del euro.

Situación fiscal de otros países: Sobre Irlanda, señaló que el país ha tomado medidas “bastante destacables”. “Lo que se puede ver por ahora parece que va en la dirección correcta”. Respecto a España fue menos positivo, señalando que no le gusta dar buenas o malas notas a los países y añadiendo que “como el resto de los 16, España tiene mucha tarea por hacer”.

Supervisión: Al comentar la decisión gubernamental alemana de otorgar al Bundesbank poderes de supervisión bancaria, Trichet nos recordó que el punto de vista público del BCE tiende al “acercamiento” de los conceptos de banco central y supervisión bancaria, reconociendo a su vez que existen muchos modelos distintos para la división de

responsabilidades entre los bancos centrales y la supervisión en todo el mundo o incluso en la zona euro.

En resumen

La falta de novedades en lo que respecta a la política monetaria era predecible. El tono positivo sigue siendo relativamente moderado (lo que resulta justificable desde nuestro punto de vista), dada la naturaleza temporal de algunos factores que se sitúan como impulsores de la tímida recuperación. La posición relativamente dura del último mes respecto a la estrategia de salida sigue en contradicción con esta postura, desde nuestro punto de vista, y con la falta de ajuste en partes del sistema bancario de la zona euro. Una de nuestras previsiones continúa siendo que los tipos de interés oficiales se encuentren en un 1% durante el resto de 2010 como mínimo. Todas las referencias respecto a la situación fiscal de Grecia son severas pero tampoco constituyen una sorpresa, ya que nos encontramos en un período en el que todas las instituciones europeas aumentan la presión sobre Grecia para mostrar su credibilidad en los esfuerzos de consolidación. Creemos que posiblemente el problema griego tenga peso en la toma de decisiones por parte del BCE (aunque Grecia es pequeño en lo que respecta al PIB, su deuda pública es considerable e importante para el sistema), aunque no deberíamos esperar que se reconociese en público.

Cuadro: Declaraciones del BCE

	8 de octubre	5 de noviembre	4 de diciembre	14 de Enero	Comentarios finales*
Postura en cuanto a política monetaria	Los tipos siguen siendo apropiados. El Consejo de Gobierno se asegurará de que las medidas adoptadas puedan retrotraerse de una manera oportuna y la liquidez aportada sea absorbida.	Los tipos siguen siendo apropiados. No todas las medidas de liquidez serán necesarias en la misma medida que en el pasado. El Consejo de Gobierno se asegurará de que las medidas extraordinarias de liquidez sean retiradas de manera puntual y gradual, y que la liquidez aportada sea absorbida.	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 provisión ilimitada de liquidez 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. El Consejo de Gobierno continuará implantando la retirada gradual de liquidez
Crecimiento	La economía se está estabilizando y se espera que se recupere a un ritmo gradual.	Los datos más recientes continúan indicando una mejora de la actividad económica en el 2S09. Prevén que en 2010, la economía de la zona euro se recuperará a un ritmo gradual.	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.	La última información confirma 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.	La actividad seguirá ampliándose en el T4, pero la recuperación será gradual y un "largo camino por recorrer". Los riesgos están equilibrados.
Inflación	Se esperan tasas de inflación negativa actuales. Debido los efectos base, las tasas de inflación anual volverán a ser positivas, aunque moderadas, en los próximos meses, reflejando la debilidad de la demanda.	Las actuales tasas negativas de inflación se ajustan a las previsiones. Debido los efectos base, las tasas de inflación anual volverán a ser positivas, aunque moderadas, en los próximos meses, reflejando la debilidad de la demanda.	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 mantenga en torno a un 1% a corto plazo y de forma moderada en el horizonte de la política como consecuencia de 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. Interpretación precavida de la información disponible.	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 están equilibrados en líneas generales.	Equilibrados en líneas generales.
Análisis monetario	El desarrollo de la masa monetaria y el crecimiento del crédito seguirán siendo moderados, en concordancia con el desfase que predomina normalmente entre las tendencias de la actividad económica y la evolución de los préstamos a las empresas.	En los próximos meses, los índices de crecimiento anual de las masas monetarias posiblemente se vean afectados a la baja por los efectos base asociados a la intensificación de la crisis un año atrás. 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 las bajas presiones inflacionarias mientras que las masas monetarias y crediticias siguen ralentizándose. Los préstamos a familias se establecen 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, retrasados normalmente respecto a los de la actividad económica.	Las masas monetarias y crediticias siguen desacelerándose. 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 (4 de febrero)

15 de enero	Inflación en la zona euro, diciembre
15 de enero	Balanza comercial de la zona euro, noviembre
19 de enero	Producción de la construcción en la zona euro, noviembre
22 de enero	Nuevos pedidos industriales en la zona euro, noviembre
28 de enero	Cuentas trimestrales por sector de la zona euro, T3/2009
28 de enero	Encuesta de empresas y consumidores de la zona euro, enero
28 de enero	Índice PMI de la zona euro, enero
29 de enero	Agregados monetarios de la zona euro, diciembre
29 de enero	Estimación preliminar de la inflación de la zona euro, enero
29 de enero	Desempleo en la zona euro, diciembre
2 de febrero	Precios de la producción industrial en la zona euro, diciembre
3 de febrero	Comercio minorista de la zona euro, diciembre