

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 25 puntos básicos y el tipo de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta situarlos en el 1% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009. El tipo de interés de la facilidad de depósito se mantuvo sin cambios en el 0,25%. Tras esta decisión, el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema ha experimentado una reducción total de 325 puntos básicos desde el 8 de octubre de 2008.

El nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es el apropiado teniendo en cuenta toda la información y análisis disponibles. Además de la rebaja de los tipos de interés, el Consejo de Gobierno decidió el 7 de mayo de 2009 ampliar sus medidas de apoyo al crédito. Como continuación de las operaciones realizadas desde octubre del 2008, en consonancia con las mismas, y en reconocimiento del papel fundamental desempeñado por el sistema bancario en la financiación de la economía de la zona del euro, el Eurosistema efectuará operaciones de financiación a plazo más largo de inyección de liquidez con vencimiento a un año. Las operaciones se efectuarán mediante subastas a tipo fijo con adjudicación plena, y el tipo de interés de la primera de ellas, que se anunciará el 23 de junio de 2009, será el de las operaciones principales de financiación en ese momento. Posteriormente, el tipo fijo aplicable podrá ser el resultante de añadir una prima al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en función de las circunstancias del momento.

El Consejo de Gobierno decidió, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief denominados en euros emitidos en la zona del euro. Los detalles de las modalidades se anunciarán tras la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de junio de 2009.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que el Banco Europeo de Inversiones será admitido como entidad de contrapartida para las operacio-

nes de política monetaria del Eurosistema a partir del 8 de julio de 2009 y en las mismas condiciones que el resto de entidades de contrapartida.

Estas decisiones se han adoptado para apoyar el actual descenso de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar sus préstamos a clientes, contribuir a mejorar la liquidez en importantes segmentos del mercado de renta fija privada, y suavizar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y las empresas.

Las decisiones tienen en cuenta la expectativa de que la evolución de los precios seguirá siendo moderada debido al considerable descenso registrado anteriormente por los precios de las materias primas y al notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos signos de estabilización en niveles muy bajos, tras un primer trimestre mucho más débil de lo esperado. La economía mundial, incluida la zona del euro, sigue atravesando una contracción severa, con la perspectiva de que tanto la demanda interna como la externa se mantengan muy débiles en el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente en el 2010. Esta valoración contempla una serie de elementos adversos, como la continuación del deterioro del mercado de trabajo, que probablemente se confirmen durante los próximos meses. Paralelamente, los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados 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 resultados del análisis monetario confirman que las presiones inflacionistas han disminuido, y que el crecimiento monetario y crediticio ha seguido ralentizándose en los últimos meses. En este contexto, tras sus decisiones del 7 de mayo, 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.

Por lo que se refiere al análisis económico, como reflejo del impacto de las turbulencias de los mer-



cados financieros, la actividad económica siguió debilitándose sustancialmente en la zona del euro en el primer trimestre del 2009, en paralelo a la continuación de la contracción de la actividad económica mundial. Dicho debilitamiento en el primer trimestre parece haber sido significativamente más acusado de lo proyectado en marzo. Más recientemente, los datos de las encuestas han mostrado ciertas señales de estabilización, aunque en niveles muy bajos. En general, es probable que la actividad económica sea muy débil durante el resto del año y se recupere gradualmente en el 2010. En particular, la notable caída de los precios de las materias primas desde verano del 2008 favorece la renta real disponible y, por tanto, el consumo. Asimismo, tanto la demanda externa como la interna deberían beneficiarse cada vez más de los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Habida cuenta de estas medidas y de sus efectos, así como del crecimiento considerablemente negativo en el primer trimestre del presente año y de las últimas previsiones publicadas por instituciones públicas, los riesgos para estas perspectivas siguen estando, en general, equilibrados. En cuanto a los riesgos a la baja, existe preocupación por que las turbulencias de los mercados financieros puedan tener un impacto más fuerte sobre la economía real, y por la posibilidad de una intensificación de las presiones proteccionistas y de una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, pueden observarse efectos positivos mayores de lo esperado debido a la disminución de los precios de las materias primas y a las medidas adoptadas.

La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,6% en abril, sin cambios respecto a marzo, según la estimación preliminar de Eurostat. El descenso de la inflación desde verano refleja fundamentalmente la considerable caída de los precios mundiales de las materias primas durante este período. Asimismo, cada vez se observan más

indicios de una reducción más generalizada de la presión inflacionista. Respecto al futuro, efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía tendrán un papel importante en el comportamiento a más corto plazo del IAPC. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que las tasas de inflación interanuales continúen reduciéndose y se sitúen temporalmente en niveles negativos durante algunos meses a mediados de este año. Posteriormente, es de esperar que las tasas de inflación interanuales vuelvan a incrementarse. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. A más largo plazo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles positivos inferiores al 2% en el 2010, y que la atonía persistente de la demanda en la zona del euro y en otras regiones modere la evolución de los precios. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados 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 riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con los precios de las materias primas.

En cuanto al análisis monetario, los últimos datos confirman la continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente, como muestran, por ejemplo, los nuevos descensos simultáneos de la tasa de crecimiento interanual de M3 y de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, hasta el 5,1% y el 3,2%, respectivamente. Esta desaceleración apoya la valoración de un debilitamiento de las presiones inflacionistas a medio plazo.

La evolución intermensual de M3 y sus componentes ha seguido siendo volátil y los datos de marzo muestran una contracción en la mayoría de sus saldos vivos. En parte, esto puede ser reflejo de las respuestas de los inversores a la anterior rebaja de los tipos de interés oficiales del BCE, que ha reducido la remuneración de los depósitos a corto plazo

y de los instrumentos negociables y ha favorecido la correspondiente reestructuración de la distribución de fondos dentro de M3 y el desplazamiento hacia instrumentos no incluidos en M3.

El saldo vivo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a reducirse en marzo, como reflejo principalmente del flujo negativo de crédito a las sociedades no financieras. El descenso del volumen de financiación sigue estando relacionado fundamentalmente con los préstamos a plazos más cortos, mientras que el flujo neto de préstamos a plazos más largos continuó siendo positivo. Es probable que la disminución del crédito a corto plazo se deba en gran medida al descenso de la demanda tras el notable deterioro de la actividad económica y de las perspectivas empresariales a principios de año. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo y de los préstamos a tipo variable concedidos a hogares y sociedades no financieras se han reducido significativamente en los últimos meses, lo que indica que la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía continúa. En general, los datos monetarios y crediticios más recientes apoyan la valoración de que tanto las entidades de crédito como los sectores tenedores de dinero están reduciendo sus elevados niveles de apalancamiento acumulados durante los últimos años.

En síntesis, la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 7 de mayo tiene en cuenta la expectativa de que la considerable bajada de los precios de las materias primas registrada anteriormente y el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo continuarán conteniendo la evolución de los precios. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos signos de estabilización en niveles muy bajos, tras un primer trimestre mucho más débil de lo esperado. La economía mundial, incluida la zona del euro, sigue atravesando una contracción severa, con la posibilidad de que tanto la demanda interna como la externa se mantengan muy débiles durante el 2009 y comiencen a recuperarse gradualmente durante el 2010. Esta valoración contempla una serie de elementos adversos, como la continuación del

deterioro del mercado de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Paralelamente, los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados 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 contraste con los resultados del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas han disminuido, como muestra la continuada ralentización del crecimiento monetario y crediticio en los últimos meses. En este contexto, tras sus decisiones del 7 de mayo, 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.

En general, desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, el Eurosistema ha adoptado medidas sin precedentes por su naturaleza, alcance y calendario. Como consecuencia, se ha observado una clara disminución de los principales tipos de interés del mercado monetario que las entidades de crédito de la zona del euro utilizan habitualmente como referencia para revisar las condiciones de los préstamos a tipo variable y para valorar la remuneración de los nuevos préstamos a corto plazo, lo que se ha traducido en marcados descensos de los tipos de dichas categorías de préstamos a hogares y sociedades no financieras. Puesto que la transmisión de la política monetaria se produce con retardo, las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno influirán de manera progresiva en la economía. Mediante dichas medidas, la política monetaria ha concedido un estímulo continuado a hogares y empresas.

El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, puedan revertirse rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la liquidez proporcionada a fin de poder contrarrestar toda amenaza para la estabilidad de precios a medio y a más largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. El Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la

estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a las políticas fiscales, las proyecciones más recientes para los países de la zona del euro apuntan a continuas revisiones de las estimaciones y de las previsiones relativas a los saldos presupuestarios. El aumento de los déficit y la incidencia presupuestaria de las medidas de apoyo al sector financiero darán lugar a incrementos significativos de las ratios de deuda pública en relación al PIB. Asimismo, las proyecciones actualizadas de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica de la UE bajo mandato del Consejo ECOFIN indican que para la mayoría de los países constituye un reto afrontar los costes presupuestarios derivados del envejecimiento de la población. Por tanto, es primordial que los países asuman un compromiso firme y creíble con el saneamiento para volver a posiciones fiscales sólidas que respeten estrictamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto permitirá mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y apoyará la recuperación económica y el crecimiento a largo plazo. La credibilidad de los compromisos de saneamiento presupuestario se verá reforzada si dichos compromisos se inscri-

ben en marcos de políticas nacionales orientadas al medio plazo.

En lo concerniente a las reformas estructurales, es fundamental en el momento actual poner énfasis en el fortalecimiento de la capacidad de ajuste y de la flexibilidad de la economía de la zona del euro, en consonancia con el principio de una economía de mercado abierta. Para ello ha de acelerarse la aplicación de las reformas de los mercados de trabajo, a fin de contribuir a un adecuado proceso de fijación de salarios y a la movilidad geográfica y sectorial, y de los mercados de productos, para fomentar la competencia y acelerar la reestructuración.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza el papel central de las expectativas, en particular de unas expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas, para la instrumentación de la política monetaria. El segundo describe las principales características institucionales y económicas de los doce países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004 y enero del 2007, poniendo en perspectiva la evolución de los acontecimientos desde su adhesión a la UE. En el tercero se examinan los hechos y cuestiones de política más importantes relativos al tratamiento regulador de las agencias de calificación crediticia.