



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de junio de 2009, 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 es el apropiado teniendo en cuenta las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno a principios de mayo, incluida la ampliación de las medidas de apoyo al crédito, y toda la información y análisis disponibles desde entonces. El Consejo de Gobierno reiteró su expectativa de que el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo seguirá conteniendo la evolución de los precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con los resultados de las encuestas recientes, tras dos trimestres de crecimiento muy negativo, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto del 2009 aunque a un ritmo mucho menos intenso. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen 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 apoyan la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas, dado que el crecimiento monetario y del crédito ha continuado ralentizándose en términos anuales. En este contexto, 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 mercados financieros y, en particular, de la notable disminución de la demanda y del comercio internacionales, la actividad económica se debilitó considerablemente en el primer trimestre del 2009. Según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica en la zona del euro se contrajo en

un 2,5% en términos intertrimestrales, tras reducirse en un 1,8% en el último trimestre del 2008. Esto tendrá una incidencia considerablemente negativa en la tasa de crecimiento medio del 2009. No obstante, más recientemente, los resultados de las encuestas han mostrado cierta mejora, aunque en niveles muy bajos. De acuerdo con estos datos, tras un primer trimestre extraordinariamente débil, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto del año aunque a tasas mucho menos negativas. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010.

En general, esta valoración está en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio del 2009, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009 y entre el -1,0% y el 0,4% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de marzo del 2009, los intervalos se han revisado a la baja, en particular para el 2009. El importante «efecto arrastre» negativo del año anterior y los resultados muy débiles del primer trimestre del 2009 han contribuido significativamente a dicha revisión a la baja. La recuperación gradual prevista para el próximo año, con tasas de crecimiento que volverán a situarse en niveles positivos hacia mediados del 2010, refleja los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como los de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales están, en general, en consonancia con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2009, habida cuenta de los resultados del primer trimestre.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados. En cuanto a los aspectos positivos, puede que los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas sean mayores de

lo esperado. También es posible que la confianza mejore más rápidamente de lo que se prevé actualmente. Por otra parte, sigue existiendo preocupación relacionada con la posible incidencia de los siguientes factores: un mayor impacto de las turbulencias de los mercados financieros sobre la economía real, una evolución más desfavorable en los mercados de trabajo, una intensificación de las presiones proteccionistas, y una evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,0% en mayo, frente al 0,6% registrado en abril. El nuevo descenso de las tasas de inflación estaba absolutamente previsto y refleja principalmente efectos de base resultantes de las fuertes oscilaciones de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos doce meses.

En lo que respecta al futuro, como consecuencia de dichos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual continuarán reduciéndose y se mantendrán temporalmente en niveles negativos durante los próximos meses, antes de retornar a niveles positivos hacia finales del 2009. 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 evolución de precios y costes siga siendo moderada como reflejo de la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Estas perspectivas son coherentes con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2009 relativas a la inflación en la zona del euro, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009, revisado ligeramente a la baja respecto a las proyecciones de los expertos del BCE de marzo del 2009. Para el 2010, los expertos del Eurosistema estiman que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,6% y el 1,4%, prácticamente sin cambios respecto a las proyecciones de los expertos

del BCE de marzo del 2009. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan una perspectiva similar.

En este contexto, vuelve a ser importante subrayar que los indicadores sobre 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 riesgos para estas proyecciones están, en términos generales, equilibrados. A la baja, se relacionan, en particular, con las perspectivas para la actividad económica, mientras que, al alza, se asocian a niveles de los precios de las materias primas superiores a lo esperado. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser más intensas de lo esperado actualmente debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman la continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente, lo que apoya la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas. En abril, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado volvieron a reducirse hasta situarse en el 4,9% y el 2,4%, respectivamente. Sin embargo, especialmente en lo que concierne al crecimiento de M3, el ritmo de descenso de las tasas de crecimiento interanuales se ha reducido respecto a meses anteriores, como reflejo del vigoroso crecimiento de los agregados monetarios en abril.

La evolución más reciente de los componentes de M3 sigue reflejando, en gran medida, los efectos de anteriores rebajas de los tipos de interés oficiales del BCE, que han dado lugar a descensos de los tipos aplicados a los distintos depósitos y de los diferenciales entre dichos tipos de interés. Esto se ha traducido, por ejemplo, en una disminución de los costes de oportunidad que soportan los participantes en el mercado al desplazar fondos hacia depósitos a un día altamente líquidos, y explica el fortalecimiento del crecimiento interanual de M1

hasta situarse en el 8,4% en abril. Paralelamente, la reducida remuneración de otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables sigue favoreciendo la asignación de fondos a instrumentos no incluidos en M3.

El saldo vivo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a contraerse ligeramente en abril. Esta evolución sigue debiéndose principalmente al flujo negativo de préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras, que en parte es reflejo de la menor necesidad de capital circulante, en vista del grave deterioro de la actividad económica y de las perspectivas empresariales durante los primeros meses del año, y de la mayor utilización de reservas de liquidez para la financiación de dicho capital. En cambio, el flujo de préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras se mantuvo positivo. Las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE han seguido influyendo en los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. La mejora de las condiciones de financiación resultante debería continuar respaldando la actividad económica en los próximos meses. Sin embargo, habida cuenta de las dificultades que habrá que afrontar, las entidades de crédito deberían adoptar medidas adecuadas para seguir reforzando sus bases de capital y, si fuera necesario, aprovechar plenamente las medidas públicas de apoyo al sector financiero, en particular, en lo que respecta a la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es el apropiado teniendo en cuenta las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno a principios de mayo, incluida la ampliación de las medidas de apoyo al crédito, y toda la información y análisis disponibles desde entonces. El Consejo de Gobierno reiteró su expectativa de que el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo seguirá conteniendo la evolución de los precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con los resultados de las encuestas recientes, tras dos trimestres de crecimiento muy negativo, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto de este

año aunque a un ritmo mucho menos intenso. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen 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. El contraste con los resultados del análisis monetario apoya la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas, dado que el crecimiento monetario y del crédito ha continuado ralentizándose en términos anuales. En este contexto, 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.

Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, los efectos plenos de las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno se notarán en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a familias 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 los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a 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 de la Comisión Europea apuntan a un pronunciado incremento del déficit de las Administraciones Públicas y de la ratio de deuda de

los países de la zona del euro en el 2009. Se estima que la ratio de déficit aumentará hasta el 5,3% del PIB en el 2009 y que se incrementará hasta el 6,5% en el 2010, frente al 1,9% registrado en 1998, y que la ratio de deuda sobrepasará el 80% del PIB en el 2010. Se espera que en la gran mayoría de los países de la zona del euro el déficit exceda el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009 y en el 2010. Para garantizar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, será necesario un esfuerzo de ajuste ambicioso y creíble a fin de recuperar cuanto antes posiciones fiscales saneadas, basado en un respeto estricto de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La rápida consecución de posiciones presupuestarias saneadas será necesaria para permitir a los países afrontar la carga fiscal adicional derivada del envejecimiento de la población así como los riesgos relacionados con las garantías que los Gobiernos han prestado para estabilizar sus respectivos sectores financieros.

En lo que concierne a las políticas estructurales, existen razones fundadas para incrementar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro. En este momento, es fundamental poner énfasis en fortalecer la capacidad de ajuste y la flexibilidad de la economía de la zona del euro, en consonancia con el principio de una economía de mercado abierta. A este respecto, la situación actual puede considerarse como un catalizador para acelerar la aplicación de las reformas nacionales necesarias, en particular, 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 y el crecimiento de la productividad. Al mismo tiempo, muchas de las medidas adoptadas en los últimos meses con vistas a apoyar segmentos específicos de la economía han de revertirse en el momento oportuno.