



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de julio 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 sigue siendo apropiado teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio de 2009.

La caída de las tasas de inflación interanual a niveles negativos en junio está en consonancia con las expectativas anteriores y obedece, principalmente, a efectos de carácter temporal. Tras el retorno de la inflación a niveles positivos, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes proporcionan indicios adicionales de que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de descenso debería ser menos acusado que el registrado en el primer trimestre del año. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados de año. 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 la existencia de presiones inflacionistas reducidas, dado que los indicadores monetarios y crediticios siguen siendo débiles. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, lo que seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Los datos económicos y los resultados de las encuestas disponibles desde la última reunión del

Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio han confirmado, en general, las expectativas anteriores. Se espera que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de contracción debería ser menos acusado que en el primer trimestre del año. De cara al próximo año, tras una fase de estabilización se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. El considerable estímulo derivado de las medidas adoptadas en las principales zonas económicas debería favorecer el crecimiento mundial, incluido el de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados. En cuanto a los aspectos positivos, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas podrían ser mayores de lo esperado. También es posible que la confianza mejore más rápidamente de lo que se prevé actualmente. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo cada vez más desfavorable y, por último, 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 -0,1% en junio, frente al 0,0% registrado en mayo. El nuevo descenso de las tasas de inflación interanual estaba previsto y refleja principalmente efectos de base resultantes de las fuertes oscilaciones anteriores de los precios mundiales de las materias primas.

En lo que respecta al futuro, como consecuencia de dichos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual se mantendrán temporal-

mente en niveles negativos durante los próximos meses, antes de retornar a valores positivos. Dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En consonancia con las previsiones y proyecciones disponibles, a más largo plazo, se espera que la inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo muy moderada como reflejo de la atonía actual de la demanda en la zona del euro y en otros países. A este respecto, los indicadores 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 riesgos para las perspectivas de inflación 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 de la expansión monetaria. En mayo, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado volvieron a reducirse y se situaron en el 3,7% y el 1,8%, respectivamente, los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Esta desaceleración simultánea apoya la valoración de que se ha producido un descenso del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas.

En mayo, los saldos vivos de la mayoría de los componentes de M3 experimentaron una contracción que fue reflejo, en gran medida, de los recientes descensos de los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables y del incremento de los fondos destinados a instrumentos no incluidos en M3, posiblemente propiciado por dichos descensos.

Asimismo, tras un fortalecimiento considerable en abril, el crecimiento de M1 se moderó en mayo, aunque se mantuvo en niveles elevados. La evolución a corto plazo de M3 en los últimos meses ha sido volátil. Al margen de esta volatilidad, el ritmo de expansión monetaria se ha ralentizado claramente desde el último trimestre del 2008.

El flujo de préstamos bancarios a las sociedades no financieras y a los hogares se ha mantenido moderado, como consecuencia, en parte, del debilitamiento de la actividad económica y de la persistencia de los reducidos niveles de confianza de consumidores y empresas. En los últimos meses se ha observado una ligera contracción intermensual del saldo vivo de los préstamos a las sociedades no financieras. Esta evolución se debe, principalmente, a la disminución de los préstamos a corto plazo, mientras que el flujo de préstamos a plazos más largos ha continuado siendo ligeramente positivo. A este respecto, es importante señalar que las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE han seguido influyendo en los tipos aplicados a los préstamos concedidos a sociedades no financieras y a hogares. La mejora resultante de las condiciones de financiación debería continuar respaldando la actividad económica en los próximos meses. Sin embargo, como ha subrayado el Consejo de Gobierno en ocasiones anteriores, considerando 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 sigue siendo apropiado teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio de 2009. La caída de las tasas de inflación interanual a niveles negativos en junio está en consonancia con las expectativas anteriores y obedece, principalmente, a efectos de carácter temporal. Tras el retorno de la inflación a niveles positivos, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios continuará siendo mode-

rada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes proporcionan indicios adicionales de que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de contracción debería ser menos acusado que en el primer trimestre del año. Esta valoración contempla efectos retardados adversos, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados de año. 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 de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son poco intensas, dado que los indicadores monetarios y crediticios siguen siendo débiles. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las medidas de política monetaria, sus efectos deberían notarse en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno desea hacer notar que el Eurosistema ha facilitado un volumen significativo de liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro a través de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses efectuada recientemente. Se espera que esta operación, a tipo de interés fijo del 1%, refuerce adicionalmente la posición de liquidez de las entidades de crédito y contribuya a la normalización de los mercados monetarios y a la concesión de crédito a la economía conjuntamente con las demás medi-

das de apoyo al crédito adoptadas. 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. Como se ha señalado en numerosas ocasiones, 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. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las orientaciones de la primavera del 2009 relativas a las políticas fiscales de la zona del euro acordadas en junio por los ministros de Finanzas de la zona. Debe garantizarse la recuperación de posiciones sólidas y sostenibles de las finanzas públicas, a fin de reforzar la estabilidad macroeconómica. En este contexto, los gobiernos de la zona del euro han de elaborar y comunicar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la opinión del Consejo de Gobierno, el proceso de ajuste estructural debería comenzar en cualquier caso, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica. Los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. A fin de corregir los acusados desequilibrios fiscales previstos en los países de la zona del euro, los esfuerzos de consolidación estructural deberán superar significativamente el límite del 0,5% del PIB anual establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En los países con un alto nivel de déficit o de ratio de deuda, el ajuste estructural anual habrá de ser como mínimo del 1% del PIB.

En lo que concierne a las políticas estructurales, resulta necesario intensificar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro. Considerando el efecto negativo de la crisis financiera sobre el empleo, la inversión y el

capital acumulado en la economía, es indispensable acelerar la aplicación de las reformas estructurales requeridas. En particular, se necesitan reformas de los mercados de productos a fin de fomentar la competencia y acelerar la reestructuración y el crecimiento de la productividad. Asimismo, las reformas de los mercados de trabajo han de contribuir a un proceso adecuado de fijación de salarios y a la movilidad geográfica y sectorial. 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. En este momento, es funda-

mental 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.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primero analiza el impacto del respaldo de los gobiernos al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro. El segundo artículo trata sobre la aplicación de la política monetaria desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007, y en el tercero se expone el sistema de rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE.