

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de octubre de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE 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. La información y los análisis disponibles desde la última reunión celebrada a principios de septiembre han confirmado la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Aunque, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en septiembre, se espera que en los próximos meses vuelva a ser positiva y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, los últimos datos respaldan asimismo la opinión del Consejo de Gobierno de que la economía de la zona del euro está estabilizándose y se espera que se recupere de forma gradual. No obstante, la incertidumbre sigue siendo alta. En cuanto a 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 resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado que la expansión de los agregados monetarios y crediticios sigue moderándose. En este contexto, 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.

En lo que se refiere al análisis económico, los indicadores disponibles procedentes de las encuestas de opinión siguen señalando una estabilización de la actividad económica. En particular, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Además, tras la fuerte contribución negativa durante el primer semestre del 2009, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB real durante el segundo semestre del año. Con todo, la incer-

tidumbre sigue siendo elevada y la volatilidad de los nuevos datos reclama una interpretación cautelosa de la información disponible. En conjunto, se espera que la recuperación avance a ritmo bastante irregular y aunque a corto plazo estará respaldada por diversos factores de naturaleza temporal, es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en conjunto, equilibrados. Entre los riesgos al alza, 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. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el empeoramiento de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado anteriormente y la demanda externa podría ser más fuerte de lo previsto. Respecto a los riesgos a la baja, sigue existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en septiembre en el -0,3%, frente al -0,2% registrado en agosto. La actual tasa negativa de inflación es acorde con las expectativas previas, y refleja principalmente efectos de base resultantes de las variaciones que los precios mundiales de las materias primas registraron hace un año. Además, como consecuencia de estos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual retomarán valores positivos en los próximos meses. Con posterioridad, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, 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. En este contexto, es importante reiterar que 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 las perspectivas de actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. 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 lo que respecta al análisis monetario, los últimos datos confirman que el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios sigue siendo débil. En agosto, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron nuevamente hasta mínimos históricos, situándose en el 2,5% y el 0,1%, respectivamente. Esta desaceleración simultánea del crecimiento monetario y crediticio confirma la evaluación previa del Consejo de Gobierno de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente y las presiones inflacionistas a medio plazo son moderados.

La desaceleración del crecimiento interanual de M3 ha continuado estando acompañada de una intensificación del crecimiento interanual de M1, que ascendió en agosto hasta el 13,6%. La fortaleza de M1 refleja el hecho de que la disminución de los diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo ha favorecido los desplazamientos de fondos desde, en particular, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. Al mismo tiempo, la fuerte pendiente de la curva de rendimientos podría haber fomentado los desplazamientos desde instrumentos incluidos en M3 hacia depósitos a largo plazo y valores no incluidos en M3.

El flujo total de préstamos bancarios al sector privado no financiero siguió siendo muy moderado

en agosto. Los datos más recientes sugieren que el descenso del crecimiento del préstamo a los hogares ha tendido a estabilizarse en tasas reducidas de expansión. En el caso de las sociedades no financieras, el flujo de préstamos fue ligeramente positivo en agosto, tras varios meses de flujos negativos. Haciendo abstracción de la volatilidad de los datos intermensuales, el crecimiento de los préstamos sigue siendo muy débil. Este comportamiento es compatible con el desfase que suele observarse entre las tendencias de la actividad económica y la evolución de los préstamos concedidos a empresas. En este sentido, considerando los bajos niveles que registran la producción y los intercambios comerciales, conjuntamente con la actual incertidumbre relativa a las perspectivas empresariales, parece probable que la evolución de los préstamos concedidos a sociedades no financieras siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, la mejora actual de las condiciones financieras debería respaldar la demanda de crédito en los próximos meses. En un contexto de retos muy exigentes, las entidades de crédito deberían adoptar medidas apropiadas para seguir reforzando sus bases de capital y, cuando resulte necesario, aprovechar plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar al sector financiero, especialmente en lo que se refiere a su recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. La información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de septiembre han confirmado su anterior valoración. Aunque, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en septiembre, se espera que en los próximos meses vuelva a ser positiva y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, los últimos datos refuerzan la opinión del Consejo de Gobierno de que la economía de la zona del euro está estabilizándose y se espera que se recupere de forma gradual. No obstante, la incertidumbre sigue siendo alta. En cuanto a 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. 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, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen moderándose. En este contexto, 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.

Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno espera que los efectos plenos de las medidas adoptadas se noten en la economía de forma progresiva. Por tanto, con todas las medidas adoptadas, incluida la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses efectuada el 30 de septiembre, la política monetaria está prestando un fuerte y continuado soporte a la economía. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, puedan revertirse las medidas adoptadas en el momento oportuno y se absorba la liquidez proporcionada, a fin de poder contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Con ello, 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 seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta a la política fiscal, la necesidad de elaborar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas es cada vez más perentoria. Resulta imprescindible que los gobiernos adopten medidas estructurales concretas y que comuniquen de forma convincente su compromiso de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Asimismo, los gobiernos deberían formular planes de saneamiento conformes a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Creci-

miento, y garantizar que el saneamiento comenzará tan pronto como sea posible y, en todo caso, cuando comience la recuperación. Estos planes deberían verse acompañados de un refuerzo de los marcos presupuestarios nacionales. Los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011 y deberán superar significativamente la referencia del 0,5% del PIB anual establecida 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. Considerando el rápido incremento de las ratios de gasto público y las mayores presiones previstas sobre el gasto, debidos al aumento de la carga de intereses y de los costes relacionados con el envejecimiento de la población, las medidas estructurales de todos los países deberían orientarse hacia el lado del gasto.

En lo que concierne a las reformas estructurales, en todos los países se necesitan más esfuerzos para fomentar el crecimiento sostenible y el empleo ya que es probable que la crisis financiera haya afectado la capacidad productiva de las economías de la zona del euro. En particular, se requieren sistemas adecuados para la fijación de los salarios, un grado suficiente de flexibilidad de los mercados de trabajo e incentivos efectivos para trabajar. Al mismo tiempo, se necesitan urgentemente políticas dirigidas a fomentar la competencia y la innovación, a fin de acelerar las reestructuraciones y la inversión y para crear las oportunidades empresariales y las mejoras de productividad necesarias para asegurar una recuperación sostenida. A este respecto, es también importante una reestructuración y consolidación apropiadas del sector bancario. El saneamiento de los balances, el control prudente del riesgo y unos modelos empresariales transparentes y adecuados son elementos fundamentales para incrementar el saneamiento de las entidades de crédito y su resistencia a las turbulencias, creando así las condiciones para un crecimiento económico sostenido y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primero analiza la política monetaria y la oferta de préstamos en la zona

del euro. El segundo, presenta la evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón. En el tercer

artículo se examina el desarrollo financiero en las economías emergentes y las implicaciones para la política monetaria.