

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de noviembre 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. La información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada el 8 de octubre, han confirmado sus expectativas. Aunque de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el  $-0,1\%$  en octubre, se espera que en los próximos meses retome valores positivos y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes siguen señalando una mejora de la actividad económica en la segunda mitad del año. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual en 2010, reconociendo que las perspectivas continúan estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Las expectativas de inflación a medio y 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 a medio plazo son reducidas, dado que el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios sigue ralentizándose. 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.

Por lo que respecta al análisis económico, los datos y los indicadores procedentes de las encuestas de opinión de que se dispone continúan apuntando una mejora de la actividad económica en el segundo semestre de este año. En particular, la zona del euro debería beneficiarse del ciclo de existencias, de una recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Tomando en consideración todos los datos disponibles, las tasas de crecimiento

intertrimestrales del PIB real podrían haber recuperado niveles positivos en la segunda mitad de este año. Sin embargo, el grado de incertidumbre permanece elevado ya que determinados factores favorables tienen un carácter temporal. Haciendo abstracción de la volatilidad de los últimos datos, se espera que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente en 2010, dado que es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en los sectores financiero y no financiero, 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, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. La confianza también podría mejorar con mayor rapidez, el deterioro de los mercados de trabajo ser menos acusado de lo esperado anteriormente y la demanda externa resultar superior a la prevista. Respecto a los riesgos a la baja, persiste la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero sea más intensa y duradera, 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 relación con la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en octubre en el  $-0,1\%$ , frente al  $-0,3\%$  registrado en septiembre. La actual tasa de inflación negativa resulta acorde con las expectativas previas y refleja, principalmente, las variaciones que los precios mundiales de las materias primas registraron durante el pasado año. Se estima que, en los próximos meses, la tasa de inflación interanual retomará valores positivos, como consecuencia además de los efectos de base. Con posterioridad, se espera que, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, la tasa de inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo, en conjunto, muy mode-



rada, como reflejo de la actual atonía 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 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. Además, la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados podría ser superior a la actualmente esperada, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que se refiere al análisis monetario, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron adicionalmente en septiembre, situándose en el 1,8% y en el -0,3%, respectivamente. Esta desaceleración simultánea avala la valoración de que se ha producido una disminución del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas.

Es muy probable que en los próximos meses los efectos de base asociados a la intensificación de las turbulencias financieras de hace un año incidan a la baja sobre las tasas de crecimiento interanuales de los agregados monetarios. Sin embargo, el crecimiento de M1 y M3 continúa reflejando fundamentalmente la configuración actual de los tipos de interés. Aunque el estrecho diferencial entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo favorece los desplazamientos de fondos hacia los activos más líquidos incluidos en M1, por otro lado, la fuerte pendiente de la curva de rendimiento incentiva este tipo de desplazamiento desde M3 a depósitos a plazo más largo y a valores no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado no financiero se tornó

ligeramente negativa en septiembre, mientras que tanto el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras como a los hogares disminuyó nuevamente, resultando negativo. Al mismo tiempo, los flujos mensuales de préstamos a hogares se mantuvieron positivos e incluso aumentaron, en tanto que aquellos a sociedades no financieras fueron negativos. En el caso de los hogares, los datos más recientes vuelven a confirmar una estabilización en niveles reducidos. En cuanto a las sociedades no financieras, los bajos niveles que registran la producción y los intercambios comerciales, así como la actual incertidumbre sobre las perspectivas empresariales, continúan frenando la demanda de financiación bancaria por parte de las empresas; una tendencia que probablemente se mantendrá en los próximos meses. En este sentido, conviene tener presente que el crecimiento de los préstamos a empresas solo suele repuntar con cierto retardo en relación con el ciclo de la actividad económica. Al mismo tiempo, la mejora de las condiciones financieras que se está produciendo debería estimular la demanda de crédito en los próximos meses. En un contexto de retos muy exigentes, las entidades de crédito deberían adoptar las medidas apropiadas para reforzar adicionalmente sus bases de capital y, si fuera 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 el 8 de octubre, han confirmado sus expectativas. Aunque de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,1% en octubre, se espera que en los próximos meses retome valores positivos y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes siguen señalando una mejora de la actividad económica en el segundo semestre del año. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual en 2010, reco-

nociendo que las perspectivas continúan estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Las expectativas de inflación a medio y 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 el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continúa ralentizándose. 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 sus medidas de política monetaria se trasladen a la economía de forma progresiva. En consecuencia, con todas las medidas adoptadas, la política monetaria ha estado favoreciendo la disponibilidad de liquidez y la recuperación de la economía de la zona del euro. De cara al futuro, y teniendo en cuenta la mejora de la situación de los mercados financieros, no todas las medidas de liquidez serán tan necesarias como en el pasado. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno se asegurará de que las medidas de liquidez extraordinarias que se adoptaron se retiren de forma oportuna y gradual, y se absorba la liquidez proporcionada a fin de poder contrarrestar de manera efectiva cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Con ello, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, que resulta indispensable para favorecer el crecimiento sostenible y el empleo, así como para contribuir 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, muchos Gobiernos de la zona del euro se enfrentan a desequilibrios presupuestarios elevados y en considerable aumento que, si no se corrigen mediante una es-

trategia de salida clara y creíble, podrían suponer un grave riesgo que socavase la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en la recuperación económica. La necesidad de financiación pública elevada lleva aparejada el riesgo de provocar que el clima de los mercados cambie rápidamente, dando lugar a unos tipos de interés a medio y largo plazo menos favorables. Esto, a su vez, dificultaría la inversión privada y de ese modo se debilitarían las bases para retornar a un crecimiento sostenido. Asimismo, la deuda y el déficit públicos elevados pueden complicar la labor de la política monetaria de mantenimiento de la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno apela a los Gobiernos a que comuniquen y apliquen de forma oportuna estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas, basadas en supuestos de crecimiento realistas y, en gran parte, centradas en la reforma del gasto. Solo a medio plazo debería considerarse una reducción de impuestos, cuando los países recuperen el suficiente margen de maniobra presupuestario. En este sentido, en las recientes conclusiones alcanzadas por el Consejo ECOFIN, se hace un llamamiento para que como muy tarde en 2011, se inicie el saneamiento presupuestario y se supere la referencia estructural del 0,5% del PIB anual, que representa el requisito mínimo para todos los países de la zona del euro. El éxito de las estrategias de ajuste fiscal dependerá además fundamentalmente de la transparencia de los procedimientos presupuestarios, así como de lo fiable y completas que sean las estadísticas de las finanzas públicas. En esta materia, resulta indispensable que tanto los países en esta situación como la zona del euro en su conjunto logren avanzar de manera rápida y decisiva.

En lo relativo a las reformas estructurales, es esencial que todos los países realicen un mayor esfuerzo para apoyar 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. Con el fin de evitar que la tasa de desempleo estructural sea significativamente más elevada en los próximos años, se requiere moderación en la fijación de los salarios, suficiente flexibilidad de los mercados de trabajo e incentivos al

empleo eficaces. Se necesitan asimismo con urgencia políticas que fomenten la competencia y la innovación para acelerar la reestructuración y la inversión, y para crear nuevas oportunidades empresariales. La reestructuración adecuada del sector bancario debería también desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos empresariales sólidos y transparentes son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las turbulencias, y con ello sentar las

bases para un crecimiento económico sostenido y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primer artículo aborda el papel de la comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre. El segundo, analiza el análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras. En el tercer artículo, se sitúa la última recesión en la zona del euro en un contexto histórico.