

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales en otros 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema ha disminuido hasta el 2,50% y los tipos aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito, hasta el 3,00% y el 2,00%, respectivamente, con efecto a partir del 10 de diciembre de 2008. Esta decisión ha sido adoptada tras las dos reducciones de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE anunciadas el 8 de octubre y el 6 de noviembre de 2008. En conjunto, desde su última reunión, el Consejo de Gobierno ha observado nueva evidencia que indica que las presiones inflacionistas han continuado disminuyendo. De cara al futuro, se espera que las tasas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, apoyando el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El descenso de las tasas de inflación se debe principalmente a la disminución de los precios de las materias primas y a la considerable desaceleración de la actividad económica. Debido, en gran medida, a los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias del mercado financiero, es probable que la demanda mundial y la demanda de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno observa que aunque la tasa subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido fuerte, ha continuado decelerándose. En síntesis, el Consejo de Gobierno subraya que el grado de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno continuará manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo, a fin de apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y 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.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde septiembre tiene lugar una intensificación y generalización de las perturbaciones del mercado financiero. Las tensiones se han transmitido cada vez más del sector financiero a la economía real, y la economía mundial en su conjunto siente sus

efectos adversos. En la zona del euro, se han materializado algunos de los riesgos a la baja para la actividad económica identificados anteriormente, dando lugar en el tercer trimestre a una contracción del 0,2% del crecimiento intertrimestral del PIB real, según la primera estimación de Eurostat. Los datos de las encuestas disponibles y los indicadores para octubre y noviembre apuntan a que la actividad económica ha continuado debilitándose en el cuarto trimestre del 2008.

A más largo plazo, sobre la base del análisis y la valoración del Consejo de Gobierno, se considera que la debilidad económica mundial y la fuerte atonía de la demanda interna persistirán durante los próximos trimestres. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, ulteriormente debería producirse una recuperación gradual, apoyada en el descenso de los precios de las materias primas y en el supuesto de una mejora del entorno exterior y un debilitamiento de las tensiones financieras. Los expertos del Eurosistema proyectan un crecimiento anual del PIB real de entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, de entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y de entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. Estas cifras representan una importante revisión a la baja respecto de las anteriores proyecciones de los expertos del BCE para el 2008 y el 2009 publicadas en septiembre. Las previsiones de organismos internacionales también han sido revisadas a la baja y, en general, están en consonancia con las proyecciones de diciembre del 2008 de los expertos del Eurosistema.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado excepcionalmente elevado de incertidumbre. Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja y están relacionados principalmente con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un efecto más pronunciado sobre la economía real, y con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Es esencial que todas las partes interesadas contribuyan a sentar bases sólidas para una recuperación



sostenible. Para que ésta se concrete lo antes posible, es primordial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo en la aplicación de las políticas macroeconómicas, como manera óptima de generar confianza. Las significativas medidas de apoyo anunciadas por los gobiernos para hacer frente a las turbulencias financieras deberían aplicarse sin dilación a fin de reforzar la confianza en el sistema financiero y contribuir a evitar restricciones en la oferta de crédito a las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido considerablemente desde julio, situándose, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el 2,1% en noviembre, frente al 3,2% y al 4,0% de octubre y julio, respectivamente. El significativo descenso de la inflación general desde verano refleja principalmente la notable moderación de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos meses, que compensa con creces los efectos del fuerte aumento de los costes laborales unitarios en el primer semestre de este año.

De cara al futuro, la disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda siguen apuntando a una atenuación de las presiones inflacionistas. Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC continúe descendiendo en los próximos meses y se sitúe en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Dependiendo fundamentalmente de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas, no puede excluirse una disminución más rápida de la inflación medida por el IAPC a mediados del año próximo, debido principalmente a efectos de base. No obstante, también como consecuencia de efectos de base, las tasas de inflación podrían volver a incrementarse en el segundo semestre del año, de forma que, de producirse un descenso pronunciado de la inflación medida por el IAPC, éste tendría carácter transitorio y, por tanto, no sería relevante desde el punto de vista de la política monetaria.

En consonancia con esta valoración, según las proyecciones de diciembre del 2008 de los expertos

del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, y se reduciría hasta entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009. Para el 2010, se proyectan tasas de inflación medida por el IAPC de entre el 1,5% y el 2,1%. Las proyecciones referidas a la inflación medida por el IAPC para el 2008 y el 2009 se han revisado considerablemente a la baja en relación con las proyecciones de septiembre del 2008 de los expertos del BCE, reflejando fundamentalmente el notable descenso de los precios de las materias primas y los efectos del debilitamiento de la demanda en la evolución de los precios. En este contexto, es importante destacar el carácter condicional de estas proyecciones, que se basan en una serie de supuestos técnicos, que incluyen las expectativas de los mercados acerca de los tipos de interés a corto y a largo plazo, y los precios de los futuros sobre el petróleo y las materias primas no energéticas. Asimismo, las proyecciones se basan en la expectativa de una disminución de la presión salarial en el período analizado. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan, en general, un panorama similar.

Haciendo abstracción de la volatilidad a más corto plazo de la tasa de inflación general, los riesgos para la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria están más equilibrados que en el pasado. Nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas podrían ejercer presión a la baja sobre la inflación, mientras que los riesgos al alza para la estabilidad de precios podrían materializarse, en particular, si la reciente contracción de los precios de las materias primas cambiase de signo o si las presiones internas sobre los precios resultaran más intensas de lo esperado. En consecuencia, es fundamental que los responsables de la fijación de precios y salarios asuman plenamente sus responsabilidades.

En relación con el análisis monetario, diversas estimaciones del crecimiento subyacente del agregado monetario amplio apuntan a una tasa de expansión monetaria sostenida aunque moderada en la zona del euro. Las tendencias monetarias apoyan, por tanto, la opinión de que las presiones inflacionistas continúan debilitándose, aunque siguen existiendo algunos riesgos al alza a medio y a largo plazo.

Debe reconocerse que la intensificación de las perturbaciones de los mercados financieros desde mediados de septiembre posiblemente marca un hito en la evolución monetaria. Los datos monetarios y crediticios más recientes indican que dicha intensificación ha afectado significativamente al comportamiento de los participantes en el mercado. Hasta ahora, esta evolución se ha reflejado fundamentalmente en la sustitución entre componentes del agregado amplio M3, más que en variaciones acusadas de la evolución de dicho agregado.

Los últimos datos disponibles, de finales de octubre, muestran una moderación continuada de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero. Paralelamente, en el conjunto de la zona del euro, no se han observado señales significativas de agotamiento de la disponibilidad de préstamos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares también siguió moderándose, en consonancia con el debilitamiento de las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda y con unas condiciones de financiación más restrictivas. Los datos reflejan los efectos del agravamiento de las turbulencias financieras sobre el comportamiento de las entidades de crédito. De cara al futuro, es preciso disponer de más datos y continuar con el análisis para formar una opinión más fundamentada.

En síntesis, la nueva evidencia indica que las presiones inflacionistas continúan disminuyendo y se espera que las tasas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, apoyando el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El descenso de las tasas de inflación se debe principalmente a la disminución de los precios de las materias primas y a la considerable ralentización de la actividad económica relacionada en gran medida con los efectos mundiales de las perturbaciones financieras. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora esta valoración. Si bien la tasa subyacente de expansión monetaria ha mantenido su fortaleza, ha seguido decelerándose. Por tanto, teniendo en cuenta la información y los análisis disponibles, el Consejo de Gobierno ha decidido reducir los tipos de interés oficiales del BCE en

otros 75 puntos básicos. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno continuará manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo, a fin de apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y 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 lo concerniente a la política fiscal, el Consejo de Gobierno considera esencial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo, teniendo en cuenta las consecuencias de cualquier actuación a más corto plazo para la sostenibilidad presupuestaria. Es primordial mantener la confianza de los ciudadanos en la solidez de las políticas presupuestarias, aplicando las normas del marco fiscal de la UE y preservando su integridad. Las disposiciones del Tratado de Niza y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento requieren una perspectiva a medio plazo y ofrecen la flexibilidad necesaria. Los estabilizadores fiscales automáticos son relativamente importantes en la zona del euro y constituyen un poderoso mecanismo de apoyo presupuestario ante el debilitamiento de la actividad económica. En la medida en que exista margen de maniobra, otras medidas presupuestarias podrían ser eficaces si se aplican en el momento oportuno, están adecuadamente orientadas y tienen carácter transitorio.

En lo referente a las políticas estructurales, el actual período de debilidad de la actividad económica y elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas requiere un fortalecimiento de la resistencia y flexibilidad de la economía de la zona del euro. Las reformas de los mercados de productos deben fomentar la competencia y acelerar una reestructuración eficaz. Las reformas de los mercados de trabajo deben facilitar la adecuada determinación de los salarios y favorecer la movilidad de los trabajadores entre sectores y regiones. En consecuencia, la actual situación debe considerarse como un catalizador para promover la aplicación de las reformas nacionales necesarias conforme al principio de una economía de mercado abierta con libre competencia.