

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de febrero 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. Conforme a lo previsto el 15 de enero de 2009, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la zona del euro y sus principales socios comerciales atraviesan un período prolongado de notable ralentización económica y que, en consecuencia, las presiones inflacionistas tanto de origen interno como externo están disminuyendo. El Consejo de Gobierno mantiene su confianza en que las tasas de inflación de la zona del euro serán compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, sustentando por tanto el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración, que también se ve confirmada por la continuación de la desaceleración del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro. De conformidad con su objetivo prioritario de la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios, esto es, tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento económico sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En general, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta al análisis económico, como reflejo de los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias de los mercados financieros, la actividad económica en todo el mundo, incluida la zona del euro, se ha debilitado significativamente. La demanda exterior de exportaciones de la zona del euro ha disminuido y factores internos, principalmente el nivel muy bajo de confianza y las restrictivas condiciones de financiación, han influido desfavorablemente en la demanda interna. Estos elementos, junto con otros datos económicos disponibles para la zona del

euro, apuntan a un crecimiento intertrimestral muy negativo del PIB real de la zona del euro en el último trimestre del 2008.

Esta información está en consonancia con el actual análisis del Consejo de Gobierno y su valoración sobre la evolución futura. El Consejo de Gobierno sigue considerando que la actividad económica en la zona del euro continuará siendo débil en los próximos trimestres, debido a que las tensiones de los mercados financieros tendrán efectos adicionales sobre la economía mundial y de la zona del euro. Paralelamente, el muy notable descenso de los precios de las materias primas desde mediados del 2008 debería apoyar la renta real disponible y, por tanto, el consumo, en los próximos meses. Más recientemente, algunos datos de encuestas parecen mostrar ciertos signos de estabilización, aunque en niveles históricamente bajos. No obstante, hay que comprobar si estas indicaciones se confirman de forma más general.

En opinión del Consejo de Gobierno, las perspectivas económicas siguen rodeadas de un grado excepcionalmente elevado de incertidumbre. En general, los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando claramente 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, así como con la preocupación por la aparición e intensificación de presiones proteccionistas y la posibilidad de una evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Con el tiempo, la zona del euro debe recoger efectos beneficiosos de las importantes medidas de política adoptadas durante los últimos meses para hacer frente a las turbulencias financieras y a sus consecuencias adversas. Dichas medidas deben contribuir a restablecer la confianza en el sistema financiero y suavizar las restricciones en la oferta de crédito a empresas y hogares. Para garantizar que estas medidas sustenten eficazmente una recuperación sostenible, es primordial que se atengan a sus objetivos y a su carácter temporal, de modo que mantengan una perspectiva a medio plazo orientada a la estabilidad en la ejecución de las políticas macroeconómicas.



Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC siguió disminuyendo en enero del 2009, situándose en el 1,1%, frente al 1,6% de diciembre del 2008. Aunque aún no se dispone del desglose detallado de la evolución del IAPC en enero, el descenso de la inflación general desde mediados del 2008 refleja principalmente la acusada caída de los precios mundiales de las materias primas durante este período, debido sobre todo a la debilidad de la demanda mundial.

En cuanto al futuro, el descenso de los precios de las materias primas y la perspectiva de una demanda débil confirman la valoración de mediados de enero del Consejo de Gobierno de que las presiones inflacionistas en la zona del euro están disminuyendo. Debido fundamentalmente a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía, se proyecta que las tasas de inflación general interanual sigan reduciéndose en los próximos meses, situándose posiblemente en niveles muy bajos a mediados de año. No obstante, debido también a efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios de la energía, se espera que las tasas de inflación vuelvan a aumentar en el segundo semestre del año. Por tanto, es probable que las tasas de inflación medidas por el IAPC fluctúen de manera acusada durante el 2009. Sin embargo, dicha volatilidad a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración.

Respecto a los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, nuevos descensos inesperados de los precios de las materias primas o una desaceleración de la economía más intensa de lo previsto podrían ejercer una 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 disminución de los precios de las materias primas cambiase de signo o si las presiones internas sobre los precios resultaran más agudas de lo esperado. En consecuencia, es

prioritario que los participantes en el proceso de fijación de precios y salarios asuman plenamente sus responsabilidades.

En lo que concierne al análisis monetario, la evidencia más reciente confirma una continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente en la zona del euro, lo que apoya la opinión de que las presiones inflacionistas están disminuyendo.

Al analizar la evolución monetaria, debe reconocerse que la intensificación y generalización de las turbulencias financieras desde septiembre del 2008 puede afectar significativamente a la evolución de los agregados monetarios. Dicha intensificación ya ha influido notablemente en el comportamiento de los participantes en el mercado, como indican datos monetarios y crediticios recientes. El agregado monetario amplio M3 y, en particular, sus componentes más estrechamente relacionados con las actuales tensiones financieras —como las participaciones en fondos del mercado monetario— han mostrado recientemente una elevada volatilidad en términos intermensuales. En conjunto, haciendo abstracción de esta volatilidad, el ritmo subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio sigue ralentizándose gradualmente desde el máximo observado a principios del 2007. Sin embargo, la intensificación y generalización de las tensiones financieras desde septiembre del 2008 se está traduciendo en una significativa sustitución entre los componentes de M3.

Por lo que se refiere a la evolución de los préstamos bancarios, el flujo de préstamos de IFM al sector privado se moderó durante el 2008, debido en gran parte a la debilidad de los préstamos a hogares, especialmente la de los destinados a la adquisición de vivienda. En diciembre, sin embargo, los saldos vivos de los préstamos de IFM a sociedades no financieras se contrajeron por primera vez desde el inicio de las perturbaciones financieras, confirmando el notable debilitamiento de los préstamos a empresas a finales de año tras un largo período de vigoroso crecimiento. Al mismo tiempo, el considerable descenso de los tipos de interés oficiales del BCE desde octubre del 2008 parece haberse transmitido a los tipos de interés

que aplican las entidades de crédito, suavizando las condiciones de financiación para empresas y hogares. Asimismo, existen algunos signos de estabilización del ritmo de endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, que, sin embargo, se sitúan en niveles elevados en términos históricos. En general, los nuevos datos sobre las condiciones de financiación requieren un continuo y atento seguimiento.

En síntesis, conforme a las previsiones que fundamentaron la decisión de tipos de interés del 15 de enero de 2009, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la zona del euro y sus principales socios comerciales atraviesan un período prolongado de notable ralentización económica y que, en consecuencia, las presiones inflacionistas de origen interno y externo están disminuyendo. El Consejo de Gobierno mantiene su confianza en que las tasas de inflación de la zona del euro serán compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, sustentando por tanto el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio plazo apoyan esta valoración, que también se ve confirmada por el contraste de los resultados del análisis monetario con los del análisis económico, en un contexto de continuación de la desaceleración del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro. De conformidad con su objetivo prioritario de la estabilidad precios, el Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios, esto es, tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento económico sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En general, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a la política fiscal, las previsiones provisionales de la Comisión Europea de enero del 2009 señalan un aumento sustancial del déficit presu-

puestario medio de los países de la zona del euro, que se situaría en el 4,0% del PIB en el 2009, frente al 1,7% del 2008. Este rápido deterioro de la situación presupuestaria es generalizado entre los países de la zona del euro y se debe a la fuerte ralentización económica, a los ingresos menores de lo previsto y a las medidas de estímulo fiscal aprobadas por muchos Gobiernos. La Comisión espera que los déficit presupuestarios de siete países de la zona del euro superen el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009. Asimismo, muchos Gobiernos han asumido importantes pasivos contingentes al conceder garantías a entidades de crédito y deberán financiar inyecciones de capital destinadas a apoyar al sector financiero. En consecuencia, para reforzar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es esencial que los Gobiernos retomen un compromiso creíble con los objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible.

En lo concerniente a las políticas estructurales, es importante avanzar por la vía de las reformas a largo plazo prevista en la agenda de Lisboa. En las circunstancias actuales, es esencial aplicar políticas económicas acordes con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia, resistiendo toda presión proteccionista. Las reformas de los mercados de productos y servicios deben fomentar la competencia y contribuir a acelerar una reestructuración efectiva. Las reformas del mercado de trabajo deben contribuir a mejorar el proceso de fijación de salarios, además de la movilidad geográfica y sectorial, lo que será particularmente importante para áreas o sectores que se han visto duramente afectados por las perturbaciones de demanda negativas. En varios países, también es prioritario adoptar medidas con vistas a hacer frente a las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero ofrece nueva evidencia procedente de una encuesta realizada a nivel de las empresas sobre el proceso de determinación de salarios en Europa. El segundo presenta una evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo y comenta sus posibles efectos económicos adversos sobre la economía mundial.