

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de septiembre, 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, teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del 6 de agosto de 2009. A este respecto, el Consejo de Gobierno decidió asimismo que el tipo aplicable a la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses que se efectuará el 30 de septiembre de 2009 será el aplicable a las operaciones principales de financiación. Esta decisión, que se mantiene para garantizar el apoyo de liquidez al sistema bancario de la zona del euro durante un período amplio con condiciones muy favorables, debería fomentar la concesión de crédito a la economía de la zona del euro y, de este modo, seguir contribuyendo a su recuperación.

Se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en agosto, lo que obedece principalmente a efectos de base derivados del fuerte incremento de los precios de las materias primas registrado en el 2008. Se espera que en los próximos meses la tasa de inflación interanual medida por el IAPC vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos. Asimismo, los datos más recientes respaldan la opinión del Consejo de Gobierno de que existen indicios crecientes de estabilización de la actividad económica en la zona del euro y en otras regiones. Esta evaluación es acorde con la expectativa de que la acusada contracción de la actividad económica ha llegado a su fin y viene ahora seguida de un período de estabilización y de recuperación muy gradual. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan 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 valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado que los agregados monetarios y credi-

ticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo y, de este modo, seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

En lo que se refiere al análisis económico, tras las acusadas tasas negativas de crecimiento observadas a fines del pasado año y en el comienzo de éste, según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica de la zona del euro descendió sólo ligeramente en el segundo trimestre del 2009, registrando una contracción del 0,1% en comparación con el trimestre anterior. Los indicadores de las encuestas referidas al tercer trimestre del 2009 respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro continúa estabilizándose. A corto plazo, la zona del euro debería seguir beneficiándose 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. También se espera una contribución positiva del ciclo de existencias. Con todo, la incertidumbre sigue siendo elevada y la persistente volatilidad de los nuevos datos reclama una interpretación cautelosa de la información disponible. En conjunto, se espera que el ritmo de la recuperación sea bastante irregular, teniendo en cuenta el carácter temporal de algunos de los factores de estímulo y 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.

Esta evaluación coincide en gran medida con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009, según las cuales, la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en 2009 y entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2009, esta estimación supone una corrección al alza de los intervalos previstos tanto para el 2009 como para el 2010, que refleja principalmente una evolución y unos datos recientes más positivos. Las



previsiones de organismos internacionales están, en general, en consonancia con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2009.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en conjunto, equilibrados. Entre los factores 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 los que se espera actualmente 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 las tensiones aún existentes en los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado, 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. Al mismo tiempo, la incertidumbre sobre estas perspectivas sigue siendo más elevada de lo habitual.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto en el -0,2 %, frente al -0,7% registrado en julio. Esta evolución 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. Como consecuencia de estos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual retomarán valores positivos en los próximos meses. 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. En este contexto, es importante reiterar que los indicadores sobre 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.

Esta perspectiva es acorde con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre del 2009 para la inflación de la zona del euro. Según estas proyecciones, la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,2% y el 0,6% en 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010, lo que supone una ligera corrección al alza en comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2009, y refleja principalmente una revisión al alza de los precios de la energía. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan, en general, un panorama similar.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas de actividad económica y a un incremento de los precios de las materias primas mayor de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían aumentar más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

En lo que se refiere al análisis monetario, los últimos datos confirman que continúa la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. En julio, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron nuevamente hasta el 3,0% y el 0,6% respectivamente, alcanzando nuevos mínimos desde 1999. Estos datos apoyan 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 reducidas.

La evolución a corto plazo de M3 y de sus componentes ha mantenido su volatilidad. Las recientes variaciones de los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3 han seguido determinando en gran medida los acusados desplazamientos de fondos desde, en particular, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. La desaceleración del crecimiento interanual de M3 ha continuado junto con una intensificación significativa del crecimiento interanual

de M1, que ascendió en julio hasta el 12,1%. Por otra parte, la relativa inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y el retorno del interés por el riesgo, reflejada particularmente en la subida de las cotizaciones bursátiles de los meses pasados, podrían haber frenado en cierta medida el crecimiento de M3.

El flujo total de préstamos bancarios al sector privado no financiero siguió siendo muy moderado en julio y se han intensificado las diferencias entre los distintos sectores de prestatarios. El flujo de los préstamos a los hogares siguió siendo ligeramente positivo, mientras que el de los concedidos a las sociedades no financieras volvió a ser negativo. El descenso de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sigue reflejando principalmente un alto nivel de amortización neta de préstamos a plazos más cortos, mientras que la obtención y la concesión de préstamos a plazos más largos siguieron siendo positivas. Es probable que el descenso de la producción y de los intercambios comerciales y la actual incertidumbre sobre las perspectivas empresariales hayan reducido la demanda de financiación por parte de las empresas. Dado el desfase normal entre la recuperación de la actividad económica y de la reactivación de los préstamos concedidos a empresas, parece probable que la evolución de los préstamos concedidos a sociedades no financieras siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, una mejora gradual de las condiciones financieras, en tanto que la bajada de los tipos de interés de mercado sigue repercutiendo en el descenso de los tipos de los préstamos bancarios, 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, la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 6 de agosto de 2009 confirman la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés

sigue siendo apropiado. A este respecto, el Consejo de Gobierno decidió asimismo en su reunión del 3 de septiembre que el tipo aplicable a la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses que se efectuará el 30 de septiembre de 2009 será el aplicable a las operaciones principales de financiación. Se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto en valores ligeramente negativos, lo que obedece principalmente a efectos de base derivados del fuerte incremento de los precios de las materias primas registrado en el 2008. Se espera que en los próximos meses la inflación medida por el IAPC vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos. Asimismo, los datos más recientes respaldan la opinión del Consejo de Gobierno de que se observan indicios crecientes de estabilización de la actividad económica en la zona del euro y en otras regiones. Esta evaluación es acorde con la expectativa de que la significativa contracción de la actividad económica ha llegado a su fin y viene ahora seguida de un período de estabilización y de recuperación muy gradual. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan 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 reducidas a medio plazo, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá 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, se espera que los efectos plenos de las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno se noten en la economía de forma progresiva. Con la adopción de estas medidas, la política monetaria está prestando un soporte continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el en-

torno 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, los últimos datos trimestrales referidos a la zona del euro y a la evolución de los distintos países confirman un empeoramiento sustancial de las posiciones presupuestarias en el 2009, que se estima que se mantendrá en el 2010. Ahora que los Gobiernos están ultimando los presupuestos para el 2010 y los planes presupuestarios a medio plazo, han de plasmar en ellos su compromiso con una rápida recuperación de la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, es esencial adoptar estrategias de salida y saneamiento fiscal ambiciosas y realistas, basadas en medidas estructurales concretas. El proceso de ajuste estructural debería comenzar en cualquier caso, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica y los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. Los esfuerzos de consolidación estructural 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. El objetivo de las medidas estructurales debería orientarse hacia el lado del gasto, puesto que en la mayoría de los países de la zona del euro los impuestos y las contribuciones sociales son ya elevados.

En lo que concierne a las políticas estructurales, es probable que el crecimiento potencial de la zona del euro se vea afectado por la crisis financiera, lo que aumenta la necesidad de intensificar los esfuerzos para introducir reformas dirigidas a fomentar el crecimiento sostenible y el empleo en la zona del euro. Ello requiere, en particular, 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 para fomentar la competencia y la innovación, 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 importante una reestructuración y consolidación apropiadas del sector bancario. El saneamiento de los balances, el control prudente del riesgo y unos modelos de negocio robustos y transparentes son elementos fundamentales para incrementar la solidez financiera 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.