

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de diciembre 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. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 5 de noviembre de 2009, se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los datos más recientes confirman asimismo la expectativa de que se produzca una mejora de la actividad económica durante el segundo semestre de este año, y de que el crecimiento del PIB real de la zona del euro vuelva a situarse en niveles positivos en el tercer trimestre de 2009. No obstante, algunos de los factores que en este momento están contribuyendo a la recuperación son de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman 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 conjunto, 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. 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.

En su reunión del 3 de diciembre de 2009 el Consejo de Gobierno también decidió seguir efectuando sus operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena, mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el tercer período de mantenimiento de 2010 el 13 de abril. Este procedimiento de subasta seguirá empleándose en las operaciones especiales de finan-

ciación con plazo de un período de mantenimiento, que seguirán realizándose al menos durante los tres primeros períodos de mantenimiento de 2010. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que el tipo de la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses cuya adjudicación está prevista para el 16 de diciembre de 2009, se fijará en la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación existentes a lo largo de esta operación. Por último, en lo que respecta a las operaciones de financiación a plazo más largo que se realizarán en el primer trimestre de 2010, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses el 31 de marzo de 2010. Esta operación se realizará utilizando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al igual que las operaciones periódicas de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses anunciadas para el primer trimestre de 2010.

La mejora de la situación de los mercados financieros indica que no todas las medidas de liquidez se necesitan en igual medida que en el pasado. Con estas decisiones, el Eurosistema continúa suministrando liquidez al sistema bancario de la zona del euro durante un amplio período con condiciones muy favorables y facilitando la concesión de crédito a la economía de la zona del euro.

Comenzando con el análisis económico, la actividad económica de la zona del euro ha registrado una nueva mejora en el tercer trimestre de 2009, y el crecimiento del PIB real ha retomado niveles positivos tras cinco trimestres consecutivos de contracción. Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en un 0,4%. Los datos de las encuestas disponibles sugieren que la recuperación ha continuado durante el cuarto trimestre de 2009. En este momento, la zona del euro está beneficiándose del ciclo de existencias y de la 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. No obstante, algunos de los fac-



tores de estímulo son de naturaleza temporal y es probable que la actividad se vea afectada durante algún tiempo por el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Por este motivo, se espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado en 2010, y es posible que el ritmo del proceso de recuperación sea irregular.

De acuerdo con las proyecciones de los expertos del Eurosistema, el crecimiento anual del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, entre el +0,1% y el +1,5% en 2010 y entre el +0,2% y el +2,2% en 2011. El intervalo proyectado para 2010 ha sido revisado al alza en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en septiembre de 2009. Las previsiones de organismos internacionales están, en general, en consonancia con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2009.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en conjunto, equilibrados. Por el lado positivo, 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 aún más y el comercio exterior podría recuperarse en mayor medida de lo previsto. Por el lado negativo, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero 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 y una intensificación de las presiones proteccionistas; por último, también podría producirse una evolución adversa de los mercados como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, tal como se esperaba, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha situado en niveles positivos tras cinco meses consecutivos de tasas negativas y, de acuerdo con la estimación prelimi-

nar de Eurostat, se situó en noviembre en el +0,6%, frente al -0,1% registrado en octubre. Este aumento refleja principalmente efectos de base derivados de la caída de los precios mundiales de las materias primas registrada hace un año. Se espera que la inflación siga aumentando a corto plazo, sobre todo como consecuencia de los efectos de base al alza de los precios de la energía y de los alimentos. A más largo plazo, se espera que la inflación siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria, y que la evolución de precios, costes y salarios continúe siendo muy moderada como reflejo de la débil recuperación 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.

En consonancia con esta valoración, según las proyecciones de diciembre de 2009 de los expertos del Eurosistema, la inflación anual medida por el IAPC se situaría en un 0,3% en 2009, en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,7% en 2010 y entre el 0,8% y el 2,0% en 2011. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2009, las proyecciones referidas a la inflación para 2010 se mantienen a grandes rasgos sin cambios. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan, en general, un panorama similar.

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, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

En cuanto al análisis monetario, los datos relativos a octubre confirman que continua la caída de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado, que se han situado en el 0,3% y el -0,8%, respectiva-

mente. Esta caída simultánea sigue respaldando 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. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en octubre de 2009 en el 11,8%, desde el 12,8% registrado en septiembre, debido principalmente a un efecto de base.

El actual descenso de las tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios está impulsado por diversos factores especiales y, en consecuencia, es probable que genere una sobreestimación de la desaceleración del ritmo subyacente de la expansión monetaria. En primer lugar, los efectos de base asociados a la intensificación de las turbulencias financieras del otoño de 2008 han influido en el descenso de la tasa de crecimiento interanual de M3 de los dos últimos meses. En segundo lugar, y lo que es más importante, la fuerte pendiente de la curva de rendimientos representa un incentivo para desviar fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo, lo que contribuye a moderar el crecimiento de M3. Asimismo, la actual configuración de los tipos de interés sigue fomentando desplazamientos de fondos entre distintos instrumentos incluidos en M3, dado que el estrecho diferencial entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo disminuye el coste de oportunidad de mantener los activos más líquidos incluidos en M1.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado no financiero se situó en octubre en niveles ligeramente más negativos. En el caso de los concedidos a hogares, los datos más recientes vuelven a confirmar una estabilización en niveles reducidos de crecimiento. En lo que se refiere a los préstamos concedidos a sociedades no financieras, conviene tener presente que el crecimiento de los préstamos a empresas suele repuntar con cierto retraso en relación con el ciclo de la actividad económica. En este sentido, es probable que los bajos niveles que siguen registrando la producción y los intercambios comerciales, conjuntamente con la actual incertidumbre relativa a las perspectivas empresariales, moderen la

demanda empresarial de financiación bancaria durante los próximos meses, en especial la de préstamos a corto plazo. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación siguen mejorando, lo que debería respaldar la demanda de préstamos en los próximos meses. Las entidades de crédito se enfrentan en este momento al reto de gestionar el tamaño y la estructura de sus balances, garantizando al mismo tiempo la disponibilidad de crédito para el sector no financiero. En este contexto de mejora de la situación de liquidez y de acceso al mercado financiero, las entidades de crédito deberían responder a estos retos adoptando medidas apropiadas para seguir reforzando sus bases de capital y, si fuera necesario, aprovechar plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar su recapitalización.

En síntesis, 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 Consejo de Gobierno del 5 de noviembre de 2009, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los datos más recientes confirman asimismo la expectativa de que se produzca una mejora de la actividad económica durante el segundo semestre de este año, y de que el crecimiento del PIB real de la zona del euro vuelva a situarse en niveles positivos en el tercer trimestre de 2009. No obstante, algunos de los factores que en este momento están contribuyendo a la recuperación son de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. 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, considerando que el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continúa ralentizándose. En conjunto, 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.

Con todas las medidas adoptadas en respuesta a la intensificación de la crisis financiera, el Consejo de Gobierno ha contribuido a la disponibilidad de liquidez en el sector bancario y a la recuperación de la economía de la zona del euro. Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, se espera que los efectos de las medidas adoptadas sigan trasladándose a la economía de forma progresiva. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando las medidas de apoyo al crédito para el sistema bancario, teniendo en cuenta la actual mejora de las condiciones del mercado financiero y evitando que se produzcan distorsiones asociadas al mantenimiento de medidas extraordinarias durante demasiado tiempo. Las medidas de liquidez extraordinarias que no sean tan necesarias como en el pasado se retirarán gradualmente, en el momento apropiado. A fin de contrarrestar de forma efectiva los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. 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. En consecuencia, se seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta a la política fiscal, el Consejo de Gobierno reitera la importancia para los Gobiernos de elaborar, comunicar y aplicar en el momento oportuno estrategias de saneamiento presupuestario ambiciosas. Estas medidas estratégicas han de

fundamentarse en supuestos realistas sobre el crecimiento del producto y orientarse a reformas estructurales del gasto debido, en buena medida, a la necesidad de hacer frente a la carga presupuestaria derivada del envejecimiento de la población. Tal como acordó el Consejo ECOFIN en su reunión del 2 de diciembre de 2009, los Gobiernos han de adoptar medidas de ajuste concretas y cuantificables que permitan una corrección sostenible de los desequilibrios presupuestarios. En algunos países, el saneamiento tendrá que empezar en 2010 y en los demás en 2011 a más tardar.

En lo que concierne a las reformas estructurales, la mayoría de las estimaciones indican que la crisis financiera ha reducido la capacidad productiva de las economías de la zona del euro, y continuará haciéndolo durante algún tiempo. Para respaldar la sostenibilidad del crecimiento y del empleo, será necesaria una mayor flexibilidad de los mercados laborales, además de incentivos más efectivos para el trabajo. 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 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 transparentes y adecuados son elementos fundamentales para incrementar el saneamiento de las entidades de crédito y su resistencia a las perturbaciones, creando así las condiciones para un crecimiento económico sostenido y para la estabilidad financiera.