



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de agosto de 2009, 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. La información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 2 de julio de 2009 han confirmado la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado.

Como se había previsto, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC alcanzó en julio niveles más negativos, debido principalmente a efectos de carácter temporal. El Consejo de Gobierno sigue previendo que, tras el retorno de la inflación a niveles positivos durante el segundo semestre del año, la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes siguen indicando que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque resulta claro que el ritmo de la contracción está ralentizándose. Esta valoración tiene en cuenta efectos retardados adversos, como un mayor deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. 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 existencia de presiones inflacionistas reducidas, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente bajas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Los datos y los resultados de las encuestas disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 2 de julio de 2009 han confirmado, en

general, las expectativas anteriores. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, cada vez hay más indicaciones de que la recesión mundial está tocando fondo. Por lo que se refiere a la zona del euro, aun cuando las encuestas recientes sugieren una clara ralentización del ritmo de contracción, se prevé que la actividad económica continúe siendo débil durante el resto del 2009. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. El considerable estímulo derivado de las medidas adoptadas en las principales zonas económicas debería favorecer el crecimiento mundial, incluido el de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre sigue siendo elevada y es muy probable que los nuevos datos sigan mostrando una cierta volatilidad. En conjunto, los riesgos para estas perspectivas se mantienen 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 con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por el lado negativo, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado 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 evolución de los mercados de trabajo más desfavorable de lo esperado; por último, también podría producirse una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en julio en el -0,6 %, frente al -0,1% registrado en junio. El Consejo de Gobierno había previsto este nuevo descenso de la inflación interanual, que refleja principalmente efectos de base resultantes de los valores máximos que los precios mundiales de las materias primas registraron hace un año.

En cuanto al futuro, se estima que las tasas de inflación interanual se mantendrán temporalmente en niveles negativos como consecuencia de dichos efectos de base y que volverán a situarse en valores positivos en los últimos meses del año. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En consonancia con las previsiones y proyecciones disponibles, 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. A este respecto, los indicadores de 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.

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. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser más intensas de lo esperado actualmente debido a la necesidad de saneamiento presupuestario 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. Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado registradas en junio, 3,5% y 1,5% respectivamente, son los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. 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.

El descenso del ritmo de la expansión monetaria desde el último trimestre del 2008 sigue estando acompañado por la volatilidad de la evolución a corto plazo de M3 y de sus componentes. Ello se debe en gran medida al impacto que las variacio-

nes absolutas y relativas de los tipos de interés han tenido en la distribución de fondos entre productos financieros dentro y fuera de M3 y entre los distintos tipos de depósitos incluidos en M3. A este respecto, el desplazamiento de fondos desde depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día incluidos en M3 se ha traducido en un incremento significativo del crecimiento interanual de M1 registrado en junio.

El flujo de préstamos a las sociedades no financieras siguió siendo muy moderado en junio aunque con diferencias entre los distintos sectores de prestatarios. El flujo de préstamos al sector privado no financiero resultó sustancialmente más negativo debido a la acusada contracción del crédito a corto plazo. Al mismo tiempo, el flujo de los préstamos a los hogares fue ligeramente más positivo que en el mes anterior. El actual clima de incertidumbre parece haber hecho descender la demanda de financiación por parte de los prestatarios. No obstante, de acuerdo con la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, el endurecimiento por parte de los prestamistas de las condiciones para la concesión de préstamos se ha reducido significativamente. Considerando los retos que se avecinan, 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 2 de julio de 2009 confirman la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Como se había previsto, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió en julio nuevamente a tasas más negativas, debido principalmente a efectos de carácter temporal. El Consejo de Gobierno sigue previendo que, tras el retorno de la inflación a niveles positivos durante el segundo semestre del año, la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los

resultados de las encuestas recientes siguen indicando que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque resulta claro que el ritmo de la contracción está ralentizándose. Esta valoración tiene en cuenta efectos retardados adversos, como un mayor deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. 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, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las medidas de política monetaria, los efectos plenos de la actuación del Consejo de Gobierno deberían notarse en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, incluido el programa de adquisiciones de bonos garantizados, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, se reviertan rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la abundante liquidez proporcionada, a fin de contrarrestar cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. El Consejo de Gobierno continuará garantizando un 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. Por tanto, 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, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la opinión manifestada por el Eurogrupo de que, dadas las actuales perspectivas económicas y la evolución prevista del déficit y de la deuda, no están justificadas nuevas medidas de estímulo fiscal. Los planes presupuestarios para el 2010, que están siendo ultimados en diversos países, así como las estrategias de saneamiento a medio plazo, han de incorporar el compromiso con una rápida recuperación de la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En consecuencia, los Gobiernos han de elaborar y comunicar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. 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. Teniendo en cuenta los riesgos de un descenso del crecimiento del producto potencial de la zona del euro durante un período prolongado, los Gobiernos deberían ajustar el gasto público de acuerdo con las nuevas condiciones macroeconómicas y revertir los acusados incrementos de las ratios de gasto público tan pronto como sea posible. Esto resulta también necesario a fin de prever cargas presupuestarias futuras derivadas del envejecimiento de la población.

En lo que concierne a las políticas estructurales, es necesario intensificar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro mediante reformas estructurales. La adopción de sistemas adecuados para la fijación de los salarios y la flexibilidad requerida para reincorporar a los desempleados en el mercado laboral son elementos clave para evitar que la crisis tenga un

efecto negativo duradero en los mercados laborales. Por tanto, es esencial crear los incentivos apropiados para el trabajo. Asimismo, las medidas orientadas a acelerar las reestructuraciones y la inversión, acordes con el principio de economía de mercado abierta y libre competencia, crearán las oportunidades empresariales y las mejoras de productividad necesarias para favorecer una recuperación sostenida.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primer artículo presenta un resumen de la evolución de la financiación de la vivienda desde 1999. El segundo artículo analiza los factores que inciden en el proceso de determinación de los tipos de interés bancarios y evalúa el impacto de las recientes tensiones en los mercados financieros sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria.