

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 15 de enero, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 50 puntos básicos, con lo que el descenso total desde el 8 de octubre de 2008 es de 225 puntos básicos. El tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo al 2%, el tipo aplicable a la facilidad marginal de crédito se mantuvo en el 3%, y el tipo aplicable a la facilidad de depósito se fijó en el 1%. La decisión de recortar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en otros 50 puntos básicos tiene en cuenta que las presiones inflacionistas han seguido disminuyendo, debido, en particular, al continuado debilitamiento de las perspectivas económicas. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno sigue confiando en que las tasas de inflación de la zona del euro sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, apoyando por tanto el poder adquisitivo de rentas y ahorros. Tras esta decisión, el Consejo de Gobierno estima que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Esta opinión tiene en cuenta los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes, que aportan una clara evidencia adicional a la valoración de que la economía de la zona del euro está experimentando una notable desaceleración, relacionada fundamentalmente con los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias financieras. Es probable que la demanda mundial y la de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. La expansión monetaria ha seguido moderándose, lo que respalda la evaluación de que las presiones y riesgos inflacionistas continúan debilitándose. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compatibles con su objetivo a medio plazo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. 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, desde septiembre del 2008 las turbulencias de los mercados financieros se han intensificado y generalizado. Las tensiones se han transmitido cada vez más del sector financiero a la economía real. Como resultado, la actividad económica mundial, incluida la zona del euro, ha seguido debilitándose. En particular, la demanda exterior de exportaciones de la zona del euro ha disminuido, y la actividad interna de la zona del euro se ha contraído ante la mayor debilidad de las perspectivas de demanda y las condiciones de financiación más restrictivas. Los datos de las encuestas y los indicadores mensuales para noviembre y diciembre publicados desde la última reunión del Consejo de Gobierno apuntan claramente a que la actividad económica ha continuado debilitándose hacia finales de año, lo que indica que los riesgos a la baja para la actividad identificados anteriormente se han materializado.

A más largo plazo, sobre la base de su actual análisis y valoración, el Consejo de Gobierno sigue considerando que la debilidad económica mundial y la fuerte atonía de la demanda interna persistirán durante los próximos trimestres en la medida en que las tensiones financieras continúan afectando a la actividad. Paralelamente, el Consejo de Gobierno espera que el descenso de los precios de las materias primas apoye la renta real disponible en los próximos meses. Asimismo, en este plazo, la zona del euro debe recoger los beneficios de los efectos de las medidas de política anunciadas durante las últimas semanas.

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.

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



ción sostenible. Para que ésta se concrete lo antes posible, es primordial mantener la disciplina y una perspectiva a medio plazo en la ejecución de las políticas macroeconómicas, adoptando un enfoque sostenible y orientado a la estabilidad. Ésta es la mejor forma de preservar y fomentar la confianza. Las importantes medidas que están aplicando los gobiernos para hacer frente a las turbulencias financieras deben contribuir a reforzar la confianza en el sistema financiero y suavizar las restricciones en la oferta de crédito a las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido significativamente desde mediados del 2008, cuando alcanzó un máximo del 4,0%. La inflación medida por el IAPC se situó en el 1,6% en diciembre, tras el 2,1% registrado en noviembre. Como se ha puesto de relieve en ocasiones precedentes, el considerable descenso de la inflación general en el segundo semestre del 2008 refleja principalmente la acusada caída de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos meses.

Respecto al futuro, la disminución de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda confirman que las presiones inflacionistas en la zona del euro están atenuándose. 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 del 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.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. 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 fundamental que los responsables de la fijación de precios y salarios asuman plenamente sus responsabilidades.

En relación con el análisis monetario, la evidencia más reciente confirma la moderación de la tasa de expansión monetaria en la zona del euro. Las tendencias monetarias apoyan, por tanto, la opinión de que las presiones y riesgos inflacionistas están disminuyendo.

Al analizar la evolución monetaria, debe reconocerse que la intensificación de las turbulencias de los mercados financieros desde mediados de septiembre del 2008 podría afectar significativamente a la evolución de los agregados monetarios. Los datos monetarios y crediticios recientes indican que dicha intensificación ha influido sustancialmente en el comportamiento de los participantes en el mercado. 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 volatilidad elevada en términos intermensuales. No obstante, en conjunto, haciendo abstracción en la medida de lo posible de esta volatilidad, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio ha seguido ralentizándose, en consonancia con la tendencia mostrada durante los últimos dieciocho meses, y la intensificación de las tensiones financieras desde septiembre se ha traducido, al menos hasta el momento, en una sustitución entre los componentes de M3, más que en variaciones acusadas de la evolución de dicho agregado.

Por lo que se refiere a la evolución de los préstamos bancarios, el endurecimiento de las condicio-

nes financieras resultante de la intensificación de las tensiones financieras ha contribuido en los últimos meses a una desaceleración del flujo de los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias al sector privado no financiero. Se necesitan más datos y un análisis más detallado para formarse una opinión más fundamentada acerca de la intensidad y el alcance de las restricciones del crédito, así como de sus posibles implicaciones para la actividad económica.

En síntesis, la decisión de recortar el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en otros 50 puntos básicos el 15 de enero de 2009 tiene en cuenta que las presiones inflacionistas han seguido disminuyendo, debido, en particular, al continuado debilitamiento de las perspectivas económicas. Asimismo, el Consejo de Gobierno señala su decisión operacional, adoptada el 18 de diciembre de 2008, de volver a ampliar, a partir del 21 de enero de 2009, la banda que forman los tipos de interés de las facilidades permanentes del Eurosistema. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que las tasas de inflación de la zona del euro sean compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, apoyando por tanto el poder adquisitivo de rentas y ahorros. El Consejo de Gobierno estima que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Esta opinión tiene en cuenta los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes, que aportan una clara evidencia adicional a la valoración de que la economía de la zona del euro está experimentando una notable desaceleración, relacionada fundamentalmente con los efectos de la intensificación y generalización de las turbulencias financieras. Es probable que la demanda mundial y la de la zona del euro se debiliten durante un período prolongado. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora esta valoración. La expansión monetaria ha seguido moderándose, lo que respalda la evaluación de que las presiones y riesgos inflacionistas continúan debilitándose. En conjunto, el nivel de incertidumbre sigue siendo excepcionalmente elevado. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo las expectativas de inflación firmemente ancladas en niveles compa-

tibles con su objetivo a medio plazo de tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. El cumplimiento de este objetivo apoya el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la confirmación del Consejo Europeo de su compromiso pleno con la consecución del saneamiento de las finanzas públicas. A este respecto, la actual situación económica reclama un particular grado de prudencia en relación con la adopción de amplias medidas de estímulo fiscal, teniendo en cuenta la situación presupuestaria de cada país. El funcionamiento de los estabilizadores automáticos constituirá un impulso relativamente amplio e intenso contra el debilitamiento de la economía, al igual que las medidas expansionistas de política presupuestaria anunciadas y el respaldo ofrecido por los gobiernos al sector bancario. En conjunto, las medidas adicionales adoptadas hasta el momento suponen una carga considerable para las finanzas públicas de un gran número de países de la zona del euro y, de no revertirse a su debido tiempo, podrían tener un efecto negativo, en especial en las generaciones nuevas y futuras. Por tanto, es esencial retomar un compromiso creíble con los objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible. La significativa flexibilización de las condiciones impositivas y sus efectos al alza sobre la deuda pública no deberían en ningún caso socavar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que restaría efectividad a las medidas de estímulo fiscal.

En cuanto a las políticas estructurales, el actual período de debilidad de la actividad económica y de alta incertidumbre en relación con las perspectivas económicas impone la necesidad de reforzar la capacidad de recuperación y la flexibilidad de la economía de la zona del euro. Las reformas del mercado de productos deberían fomentar la competencia y acelerar una reestructuración efectiva. Las reformas del mercado de trabajo deberían contribuir a mejorar el proceso de fijación de salarios, además de la movilidad geográfica y sectorial. En conse-

cuencia, la actual situación debe considerarse como un catalizador para promover la aplicación de las reformas internas necesarias conforme al principio de una economía de mercado abierta con libre competencia.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examina la evidencia teórica y empírica existente acerca del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, mostrando que este efecto es relativamente limitado en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos y Reino Unido. En el segundo se explican las razones de la considerable acumulación de activos exteriores por autoridades en economías emergentes durante la última década y de la aparición de fondos soberanos de riqueza asociada.