



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de septiembre de 2010, el Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, consideró el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE apropiado y, por lo tanto, decidió mantener los tipos de interés sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los análisis disponibles desde su reunión del 5 de agosto de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Los datos económicos recientes relativos a la zona del euro son mejores de lo esperado debido, en parte, a factores de carácter temporal. De cara al futuro, la recuperación debería proseguir a un ritmo moderado, en un entorno aún de incertidumbre. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. 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 permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial.

El 2 de septiembre de 2010, el Consejo de Gobierno también decidió continuar realizando las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el duodécimo período de mantenimiento de este año, el 18 de enero de 2011. El tipo fijo de estas operaciones de financiación especiales será el mismo que el aplicado a la OPF correspondiente. Además, el Consejo de Gobierno decidió realizar operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, en octubre, noviembre y diciembre de 2010, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas ope-

raciones a tres meses se fijarán en la media de los tipos de interés aplicados a las OPF a lo largo de la respectiva OFPML. El Consejo de Gobierno decidió también llevar a cabo tres operaciones de ajuste adicionales el 30 de septiembre, el 11 de noviembre y el 23 de diciembre, al vencimiento de las operaciones de financiación a seis meses y a doce meses vivas.

En conjunto, la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Esta es la contribución primordial y necesaria que la política monetaria realiza para impulsar un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros, denominadas «de apoyo reforzado al crédito», y el Programa para los Mercados de Valores son plenamente compatibles con el mandato del Consejo de Gobierno y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de preservar la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y la orientación de la política monetaria, la provisión global de liquidez y las modalidades de adjudicación se ajustarán cuando sea apropiado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde mediados de 2009 se observa un aumento de la actividad económica de la zona del euro, después de un período de abrupto descenso. El PIB real de la zona del euro registró un fuerte crecimiento en términos intertrimestrales, incrementándose un 1,0% en el segundo trimestre de 2010, apoyado por el crecimiento en curso a escala mundial y también como reflejo, en parte, de factores internos de carácter transitorio. Los datos y la evidencia procedente de encuestas recientes confirman, en general, expectativas de moderación en la segunda mitad de este año, tanto en el ámbito mundial como en la zona del euro. No obstante, aunque la incertidumbre aún persiste, esta información sigue indicando un impulso subyacente positivo

en la recuperación de la zona del euro. El crecimiento en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían continuar sustentando la economía de la zona del euro. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las perspectivas de los mercados de trabajo atenúen la recuperación de la actividad.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2010, que sitúan el crecimiento interanual del PIB real entre el 1,4% y el 1,8% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,3% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2010, el intervalo estimado para el crecimiento del PIB real este año se ha revisado al alza, debido al repunte del crecimiento económico en el segundo trimestre mayor de lo esperado, así como a una evolución mejor de la prevista durante los meses estivales. Además, se ha revisado al alza el intervalo para 2011, como reflejo, principalmente, del efecto arrastre del mayor crecimiento proyectado para finales de 2010.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas mejores perspectivas económicas se inclinan levemente a la baja, en un entorno aún de incertidumbre. Por un lado, el avance del comercio internacional podría continuar siendo mayor de lo esperado, respaldando las exportaciones de la zona del euro. Por otro, persiste la preocupación de que se produzcan renovadas tensiones en los mercados financieros y cierta incertidumbre en cuanto a las perspectivas de crecimiento de otras economías avanzadas y a escala mundial. Por añadidura, los riesgos a la baja están relacionados con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, y con presiones proteccionistas, además de con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 1,6% en agosto de 2010, según la estimación preliminar de Eurostat, frente al 1,7% registrado en julio. Esta pequeña disminución de la inflación refleja probablemente los efectos de base de su componente de energía. Se espera que en los próximos meses del año, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumente ligeramente, aunque mostrará cierta volatilidad. Posteriormente, en 2011, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2010, que sitúan la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, y entre el 1,2% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2010, los intervalos se han revisado ligeramente al alza debido, en gran parte, al incremento de los precios de las materias primas.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios se inclinan levemente al alza, y están relacionados, en particular, con la variación de los precios de la energía y de otras materias primas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser superiores a lo actualmente esperado, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos respecto a la evolución de los precios y costes internos están contenidos.

En relación con el análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo en el 0,2% en julio de 2010, sin variación con respecto a junio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado, que ha

ido aumentando gradualmente, se incrementó en un 0,9% adicional, si bien continúa siendo relativamente débil. La modesta evolución del crecimiento monetario y crediticio sigue avalando la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas.

La incidencia a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento monetario, que refleja la asignación de fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3, está disminuyendo de forma gradual. Asimismo, la repercusión de los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo en el crecimiento de los componentes de M3 sigue reduciéndose. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 ha continuado moderándose desde niveles muy elevados, y se situó en el 8,1% en julio de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo ha resultado menos negativa.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado no financiero sigue ocultando un crecimiento positivo de los préstamos a hogares y un crecimiento menos negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Esta evolución resulta coherente con la respuesta normalmente retardada de la evolución de los préstamos a la actividad económica característica del ciclo económico.

Dada la evolución contenida de los balances de las entidades de crédito, el reto para estas entidades continúa siendo aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. Si fuese necesario para superar este reto, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar aún más sus bases de capital o aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los aná-

lisis disponibles desde su reunión del 5 de agosto de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios se mantenga moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, beneficiándose de las reducidas presiones internas sobre los precios. Los datos económicos recientes relativos a la zona del euro son mejores de lo esperado debido, en parte, a factores de carácter temporal. De cara al futuro, la recuperación debería proseguir a un ritmo moderado, en un entorno aún de incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. 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 permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, la actual evolución de los agregados de la zona del euro parece en general acorde con las expectativas previas. Por países, cualquier evolución presupuestaria positiva que pudiera producirse, como reflejo de factores tales como un entorno macroeconómico más favorable de lo esperado, debería aprovecharse para avanzar con mayor celeridad hacia el saneamiento de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, en aquellos países en los que para lograr los objetivos de consolidación fiscal aún se precisen medidas adicionales concretas, estas deberían adoptarse con prontitud, a fin de asegurar el cumplimiento de los compromisos de saneamiento presupuestario. Esto constituye un requisito previo para mantener la confianza en la credibilidad de los objetivos fiscales de los Gobiernos. Los efectos positivos sobre la confianza pueden compensar la reducción de la demanda derivada del proceso de consolidación fiscal cuando las estrategias de ajuste presupuestario se perciben como creíbles, ambiciosas y centradas en el gasto. Las condiciones para que se produzcan estos efec-

tos positivos son especialmente favorables en las actuales circunstancias de incertidumbre macroeconómica.

Con el fin de sustentar el proceso de saneamiento presupuestario, de impulsar el funcionamiento adecuado de la zona del euro y de fortalecer las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible, es fundamental que se realicen reformas estructurales de largo alcance. Se precisan reformas de gran calado,

en especial en aquellos países que en el pasado han experimentado una pérdida de competitividad o que aún soportan déficits fiscales y exteriores elevados. Las medidas deberían asegurar un proceso de negociación colectiva que permita que los salarios se adapten con flexibilidad y de forma apropiada a la situación de desempleo y a la pérdida de competitividad. Las reformas encaminadas a intensificar el crecimiento de la productividad apoyarían adicionalmente el proceso de ajuste de estas economías.