

EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, sigue considerando que el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es apropiado. En consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 7 de octubre de 2010, el Consejo de Gobierno continúa esperando que la evolución de los precios sea moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Los datos económicos recientes son acordes con la valoración del Consejo de Gobierno de que el impulso subyacente de la recuperación sigue siendo positivo. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas. 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 siguen firmemente ancladas en niveles compatibles 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.

En conjunto, la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación se ajustarán según sea apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son plenamente compatibles con el mandato del BCE y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. 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, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de encuestas recientes confirman, en general, que el impulso subyacente positivo de la recuperación económica en la zona del euro se mantiene. En consonancia con las expectativas anteriores, esto implica la continuación del crecimiento del PIB real en el segundo semestre de este año. Se espera que la re-

cuperación a escala mundial avance, lo que debería traducirse en un efecto positivo continuado sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores atenúe la recuperación de la actividad.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen aún inclinándose levemente a la baja, en un entorno de incertidumbre. Por un lado, el crecimiento del comercio internacional podría continuar siendo más rápido de lo esperado, respaldando así las exportaciones de la zona del euro. Por otro, sigue preocupando la posibilidad de que reaparezcan las tensiones en los mercados financieros. Los riesgos a la baja están relacionados, además, con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, como se había previsto, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se incrementó en octubre hasta el 1,9%, frente al 1,8% registrado en septiembre. En los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fluctuará en torno al nivel actual, antes de volver a moderarse a lo largo del próximo año. En general, se espera que en el 2011 las tasas de inflación se mantengan moderadas. 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.

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, los impuestos indirectos y los precios ad-



ministrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, se sigue esperando que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sean moderados.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 apenas experimentó cambios, situándose en el 1,0% en septiembre de 2010, frente al 1,1% de agosto. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado, situada en el 1,2%, se mantuvo sin variación con respecto a agosto. Al margen de la evolución en meses concretos, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos se mantiene reducido y sigue avalando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas.

La tasa de crecimiento interanual de M1 ha seguido moderándose y se situó en el 5,9% en septiembre de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo ha resultado menos negativa, todo lo cual obedece a la ampliación del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado se está viendo cada vez más favorecida por el flujo de préstamos a sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de estos últimos sigue siendo ligeramente negativa, pero la evolución de los últimos meses sugiere que a principios del 2010 se produjo un punto de inflexión, lo que sería acorde con la respuesta retardada de la evolución de los préstamos a la actividad económica característica del ciclo económico, observada también en ciclos anteriores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se situó en el 2,8% en septiembre, manteniéndose así en niveles observados en meses anteriores.

Las entidades de crédito han proseguido con el incremento gradual del peso asignado al crédito

concedido al sector privado en el total de sus balances, aunque se sigue afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de este crédito cuando repunte todavía más 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. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 7 de octubre de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Los datos económicos recientes son acordes con la valoración del Consejo de Gobierno de que el impulso subyacente de la recuperación sigue siendo positivo. Al mismo tiempo, persiste la 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. 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 siguen firmemente ancladas en niveles compatibles 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.

En cuanto a la política fiscal, existe una clara necesidad de reforzar la confianza de la opinión pública en la capacidad de los Gobiernos para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducir las primas de riesgo en los tipos de interés y con ello apoyar el crecimiento sostenido a medio plazo. Con este fin, es esencial que los países establezcan planes plurianuales de consolidación creíbles y apliquen en su totalidad las medidas de consolidación acordadas. En sus presupuestos para el 2011, deben concretar medidas de ajuste fiscal

creíbles y centrarse en el gasto. Cualquier evolución presupuestaria positiva que pudiera producirse, como reflejo de factores tales como un entorno más favorable de lo esperado, debería aprovecharse para avanzar con mayor celeridad hacia el saneamiento de las finanzas públicas.

La aplicación urgente de reformas estructurales de gran alcance es esencial para mejorar las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible. 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. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales y el aumento del crecimiento de la productividad contribuirían al proceso de ajuste de estas economías. El incremento de la competencia del mercado de productos, especialmente los servicios, facilitaría también la reestructuración de la economía y fomentaría la innovación y la adopción de nuevas tecnologías.

En su reunión de 28-29 de octubre de 2010, los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea acordaron la reforma de la gobernanza económica de la UE. Las propuestas presentadas por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, suponen un reforzamiento del actual marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la UE. No obstante, el Consejo de Gobierno considera que no representan el gran paso adelante que ha estado reclamando para la gobernanza económica de la Unión Monetaria.

En concreto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación que el automatismo en la aplicación de la vigilancia fiscal sería insuficiente, que no se especifica la norma para reducir la ratio de deuda pública y que el procedimiento de vigilancia macroeconómica no contempla de forma explícita las sanciones económicas.

Por lo que se refiere al procedimiento de vigilancia macroeconómica en particular, el nuevo sistema de vigilancia mutua debería centrarse firmemente en países de la zona del euro que estén experimentando una pérdida de competitividad sostenida y que soporten déficits por cuenta corriente elevados. Este sistema debería incorporar mecanismos de activación transparentes y eficaces. Sería esencial que las valoraciones de los desequilibrios macroeconómicos y las recomendaciones de medidas correctivas tuvieran amplia resonancia en todas las fases del procedimiento de vigilancia.

El público y los mercados pueden estar seguros de que el Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de cumplir el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se replantea el papel de los precios de los activos en la ejecución de la política monetaria. En el segundo artículo se presentan las mejoras introducidas recientemente en el análisis monetario que efectúa el BCE.