



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de septiembre de 2011, 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. La inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2 % durante los próximos meses hasta que descienda el año que viene. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, aunque la liquidez monetaria continua siendo amplia. Según lo esperado, el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro experimentó una desaceleración en el segundo trimestre, tras la fuerte tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre. En el período que sigue, el Consejo de Gobierno espera un crecimiento moderado de la economía de la zona del euro, con una incertidumbre particularmente elevada y con riesgos a la baja que se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo son bajos. Si bien la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, algunas condiciones de financiación se han endurecido. Para la política monetaria resulta esencial concentrarse en su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así que comportamientos recientes de los precios no den lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura. Las expectativas de inflación para la zona del euro deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se mantendrán para garantizar que las entidades de crédito de la zona del euro no tengan dificultades de liquidez. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los

mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Por lo que se refiere al análisis económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro experimentó una desaceleración en el segundo trimestre de 2011 situándose en el 0,2 %, frente al 0,8 % registrado en el primer trimestre. Según lo previsto, los factores temporales que habían impulsado el crecimiento en los primeros meses del año han cesado, y el terremoto de Japón y el impacto retrasado de las subidas pasadas de los precios del petróleo han generado efectos adversos. Respecto al futuro, parece que diversos factores están debilitando el dinamismo subyacente de la zona del euro, entre ellos, una moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial, los descensos asociados de los precios de las cotizaciones y de la confianza empresarial y los efectos desfavorables derivados de las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. En consecuencia, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro aumente de forma muy moderada en el segundo semestre de este año. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento actual de la economía mundial, así como de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2011 para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE, que sitúan el crecimiento anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 1,4 % y el 1,8 % en 2011, y entre el 0,4 % y el 2,2 % en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en junio de 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real para 2011 y 2012 se han revisado a la baja.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, predominan los riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro, en un contexto de incertidumbre particu-

larmente elevada. Estos riesgos están relacionados principalmente con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y a nivel mundial, así como con la posibilidad de contagio de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Hay también riesgos a la baja asociados con nuevos incrementos de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en agosto de 2011 en el 2,5 %, sin variación respecto de julio. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles relativamente elevados desde finales del año pasado, a consecuencia, principalmente, del aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. En los próximos meses, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 %. Posteriormente, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros para los precios del petróleo, las tasas de inflación deberían situarse por debajo del 2 % en 2012. Esta trayectoria refleja la expectativa de un aumento salarial relativamente estable, en el contexto de un crecimiento moderado de la economía.

Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro incorporan estas consideraciones y sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,7 % en 2011, y entre el 1,2 % y el 2,2 % en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2011, el intervalo proyectado para la inflación medida por el IAPC se mantiene sin cambios para 2011, mientras que el correspondiente a 2012 es ligeramente más estrecho. Es necesario recordar que las proyecciones de los expertos se basan en una serie de supuestos puramente técnicos.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a

medio plazo están, en conjunto, equilibrados. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas mayores de lo esperado, así como con aumentos de los impuestos indirectos y los precios administrados debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y en el resto del mundo.

En lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 2,0 % en julio de 2011, frente al 1,9 % registrado en junio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el 2,4 % en julio, frente al 2,5 % de junio. Haciendo abstracción de los datos intermensuales y de los efectos de los factores especiales, las tendencias del crecimiento de M3 y de los préstamos se han estabilizado en gran medida durante los últimos meses. En conjunto, el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo abundante.

Atendiendo a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 descendió en julio hasta el 0,9 %, mientras que en el caso de otros depósitos a corto plazo se mantuvo sin variación en el 3,7 %. Esta evolución sigue reflejando en parte el aumento gradual de la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro en los últimos meses. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ha seguido aumentando ligeramente, desde el 1,5 % registrado en junio hasta el 1,6 % en julio, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a hogares parece haberse estabilizado alrededor del 3 %.

El tamaño total de los balances de las Instituciones Financieras Monetarias ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. En tanto sea preciso disponer de la capacidad adecuada

para aumentar la provisión de crédito al sector privado, es imprescindible que las entidades de crédito no distribuyan beneficios, que recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y que aprovechen plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización, en línea con los resultados de las pruebas de resistencia realizadas recientemente.

En síntesis, 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. La inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2 % durante los próximos meses hasta que descienda el año que viene. Al realizar el contraste con la información procedente del análisis monetario se confirma que, si bien el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia. Según lo esperado, el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro experimentó una desaceleración en el segundo trimestre, tras la fuerte tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre. En el período que sigue, el Consejo de Gobierno espera que el crecimiento de la zona del euro sea moderado, con una incertidumbre particularmente elevada y con riesgos a la baja que se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo son bajos. Si bien la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, algunas condiciones de financiación se han endurecido. Para la política monetaria resulta esencial concentrarse en su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así que comportamientos recientes de los precios no de lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura. Las expectativas de inflación para la zona del euro deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación

de empleo en la zona del euro. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores.

En cuanto a las políticas fiscales, algunos Gobiernos han anunciado medidas adicionales encaminadas a lograr sus objetivos de consolidación y a reforzar la base legal de las reglas fiscales nacionales. A fin de asegurar la credibilidad, resulta ahora imprescindible que las medidas anunciadas se apliquen de forma inmediata y que se cumplan íntegramente. Los Gobiernos han de estar dispuestos a aplicar nuevas medidas de saneamiento, principalmente por el lado del gasto, si los riesgos relacionados con el cumplimiento de sus actuales objetivos presupuestarios llegan a materializarse. Aquellos países que muestran una evolución económica y presupuestaria mejor de lo previsto deben aprovechar al máximo este margen de maniobra para lograr una reducción más rápida del déficit y de la deuda. Todos los Gobiernos de la zona del euro han de demostrar su determinación inflexible de cumplir plenamente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana, que es un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

El saneamiento presupuestario y las reformas estructurales deben acometerse conjuntamente para reforzar la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Por tanto, el Consejo de Gobierno insta a todos los Gobiernos de la zona del euro a adoptar con rapidez y determinación reformas estructurales sustanciales y amplias. Dichas reformas contribuirán a incrementar la competitividad, reforzar la flexibilidad de la economía y el potencial de crecimiento a largo plazo de estos países. En este sentido, son imprescindibles las reformas del mercado de trabajo centradas en eliminar sus rigideces y la aplicación de medidas que aumenten la flexibilidad salarial. En particular, es necesario eliminar las cláusulas de indicación automática de los salarios y potenciar los convenios a nivel de empresa a fin de que los salarios y las condiciones laborales puedan adaptarse a las necesidades específicas de las empresas. Estas medidas deberían venir acompañadas de reformas estructurales dirigidas a incrementar

la competencia en los mercados de productos, particularmente en los servicios —incluyendo la liberalización de las profesiones de acceso restringido— y, en los casos en que resulte apropiado, la privatización de los servicios suministrados actualmente por el sector público, facilitando con ello el crecimiento de la productividad y apoyando la competitividad.