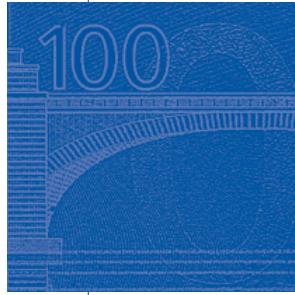


EDITORIAL



En su reunión celebrada el 4 de agosto de 2011, 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, tras la subida de 25 puntos básicos del 7 de julio de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que era necesario un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria, en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Si bien el análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en los últimos meses, tras la fuerte tasa de crecimiento registrado en el primer trimestre. En el período que sigue, se espera que tenga lugar una expansión moderada. No obstante, la incertidumbre es particularmente elevada. Para la política monetaria resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. 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. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos y las condiciones de financiación son favorables. En consecuencia, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Habida cuenta de las nuevas tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro, en su reunión del 4 de agosto, el Consejo de Gobierno decidió también llevar cabo una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses. La operación se realizará mediante un

procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés de esta operación estará fijado en la media de los tipos de las operaciones principales de financiación (OPF) a lo largo de la OFPML complementaria. La operación se anunciará el 9 de agosto de 2011, se adjudicará el 10 de agosto de 2011, se liquidará el 11 de agosto de 2011 y vencerá el 1 de marzo de 2012.

Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir realizando sus OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de 2011, el 17 de enero de 2012. Este procedimiento de subasta seguirá utilizándose también en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento del Eurosistema, que continuarán efectuándose mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el cuarto trimestre de 2011. El tipo fijo de estas operaciones de financiación especiales será el mismo que el aplicado a las OPF en ese período. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido llevar cabo las OFPML a tres meses que se adjudicarán el 26 de octubre, el 30 de noviembre y el 21 de diciembre de 2011 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones a tres meses estarán fijados en la media de los tipos de las OPF a lo largo de las respectivas OFPML.

Como se ha mencionado en anteriores ocasiones, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán cuando resulte apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Comenzando con el análisis económico, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte incremento intertrimestral del 0,8 % en el primer trimestre de 2011. Los datos y los resultados de las encuestas referidos al segundo trimestre indican que ha continuado el crecimiento del PIB real, aunque, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación

refleja también el hecho de que el fuerte crecimiento del primer trimestre se debió en parte a factores especiales. Se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro y se espera que en los próximos meses siga expandiéndose a ritmo moderado. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir apoyándose en la actual expansión de la economía mundial. Por otra parte, el nivel actual de la confianza de consumidores y empresas de la zona del euro supone un soporte para la demanda interna del sector privado. Sin embargo, el dinamismo del crecimiento está actualmente debilitado por diversos factores que contribuyen a la incertidumbre, y se espera que la actividad quede en alguna medida atenuada por el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en diversos sectores y regiones.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas para la zona del euro siguen estando, en general, equilibrados, en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Por una parte, la confianza empresarial y la de los consumidores, junto con las mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo, podrían seguir sustentando la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja pueden haberse intensificado. Estos riesgos están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y con la evolución a nivel mundial, así como con la posibilidad de contagio de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también están asociados con incrementos adicionales de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en julio de 2011 en el 2,5%, frente al 2,7% registrado en junio. Las tasas relativamente elevadas de inflación registradas en los últimos meses reflejan en gran medida el incremento 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%. La presión al alza sobre la inflación, procedente fundamentalmente de los precios de la energía y de otras materias primas, también puede apreciarse aún en las primeras etapas del proceso de producción. Sigue siendo de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no genere efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios ni dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación 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.

Los riesgos para las perspectivas a medio plazo de los precios siguen siendo al alza y están relacionados, en particular, con incrementos de los precios de la energía mayores de lo esperado. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a lo previsto actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos al alza pueden provenir de unas presiones internas de precios en la zona del euro mayores de lo que se espera.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,1% en junio de 2011, desde el 2,5% registrado en mayo. Haciendo abstracción de la volatilidad intermensual observada recientemente, el crecimiento de M3 se ha estabilizado en gran medida durante los últimos meses, tras el incremento mostrado hasta el primer trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado descendió hasta el 2,5% en junio, desde el 2,7% de mayo. 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 y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios en la zona del euro.

Atendiendo a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin variación en el 1,2%, mientras que en el caso de otros depósitos a corto plazo descendió hasta el

3,7 %. Los diferenciales de crecimiento siguen 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. Al mismo tiempo, la pendiente relativamente marcada que sigue mostrando la curva de rendimientos implica un efecto de amortiguación en el crecimiento general de M3, puesto que reduce el atractivo de los activos monetarios en comparación con instrumentos a más largo plazo que están mejor remunerados y no incluidos en M3. Sin embargo, este impacto podría estar remitiendo. Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ha seguido aumentando, desde el 0,9 % registrado en mayo hasta el 1,5 % en junio, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a hogares se ha movido en torno a tasas algo superiores al 3 % durante los últimos meses.

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 particular, las entidades que actualmente tienen un acceso limitado a la financiación en los mercados necesitan con urgencia ampliar su capital y mejorar su eficiencia. A este respecto, el Consejo de Gobierno del BCE acoge con satisfacción las pruebas de estrés realizadas en los países de la UE, que fueron preparadas por la Autoridad Bancaria Europea y los supervisores nacionales, en estrecha cooperación con el BCE. El Consejo de Gobierno también valora positivamente el compromiso adquirido por las autoridades nacionales de proporcionar mecanismos de respaldo a las entidades de crédito en aquellos casos en los que los recursos del sector privado resulten insuficientes.

En síntesis, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y mo-

netario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, tras la subida de 25 puntos básicos del 7 de julio de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que era necesario un ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria, en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Al realizar el contraste con las señales procedentes del análisis monetario se observa que, si bien el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en los últimos meses, tras la fuerte tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre. En el período que sigue, se espera que tenga lugar una expansión moderada. No obstante, la incertidumbre es particularmente elevada. Para la política monetaria resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. 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. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos y las condiciones de financiación son favorables. En consecuencia, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno subraya la necesidad de la aplicación estricta y puntual de los programas de ajuste del FMI y la UE en Grecia, Irlanda y Portugal. Asimismo, destaca la importancia del compromiso reafirmado de todos los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro con el cumplimiento estricto de los objetivos fiscales acorda-

dos. En algunos países, esto requiere el anuncio y la aplicación de nuevas medidas de ajuste fiscal con más antelación. 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. El objetivo común debería ser que las ratios de deuda pública y las finanzas públicas retomen una senda sostenible tan pronto como sea posible. Como han aseverado los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro, la determinación absoluta de todos los países de la zona del euro de cumplir plenamente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana es un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

El Consejo de Gobierno también acoge con satisfacción el compromiso renovado de todos los Esta-

dos miembros respecto a mejorar la competitividad y resolver los desequilibrios macroeconómicos. Para reforzar la flexibilidad de sus economías y su potencial de crecimiento a largo plazo, resulta esencial que en los países de la zona del euro se apliquen reformas estructurales sustanciales y ambiciosas. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales y la aplicación de medidas que mejoren la flexibilidad salarial, particularmente la eliminación de la indicación automática de los salarios, revisten una importancia fundamental.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo en el que se describen las mejoras principales que contribuyen a mantener la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE.

El comunicado del presidente del BCE del 7 de agosto de 2011 se reproduce en el siguiente recuadro.

Recuadro I

COMUNICADO DEL PRESIDENTE DEL BCE, 7 DE AGOSTO DE 2011

1. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acoge con satisfacción los anuncios de los Gobiernos de Italia y España en relación con la introducción de nuevas medidas y reformas en las áreas de política fiscal y de políticas estructurales. El Consejo de Gobierno considera que una aplicación enérgica y rápida de estas medidas y reformas por parte de los dos Gobiernos es esencial para lograr una mejora sustancial de la competitividad y de la flexibilidad de sus economías, así como para reducir con rapidez los déficits públicos.
2. El Consejo de Gobierno subraya la importancia del compromiso de todos los Jefes de Estado o de Gobierno de adherirse estrictamente a los objetivos fiscales acordados, como se reafirmó en la cumbre de la zona del euro celebrada el 21 de julio de 2011. Asimismo, un elemento clave es la mejora del potencial de crecimiento de la economía.
3. El Consejo de Gobierno considera fundamental una rápida aplicación de todas las decisiones adoptadas en la cumbre de la zona del euro. En este contexto, el Consejo de Gobierno expresa su satisfacción por el comunicado conjunto emitido hoy por Alemania y Francia.
4. El Consejo de Gobierno concede una importancia decisiva a la declaración de los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro en lo que respecta a su firme determinación de cumplir íntegramente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana como un elemento clave para asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

5. De igual modo, considera fundamental que los Gobiernos estén preparados para activar la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) en el mercado secundario, sobre la base de un análisis del BCE, reconociendo las excepcionales circunstancias de los mercados financieros y la existencia de riesgos para la estabilidad financiera, una vez esté operativo este mecanismo.

6. Sobre la base de las valoraciones anteriores, el BCE aplicará activamente su Programa para los mercados de valores. Este programa se ha diseñado para ayudar a restablecer una transmisión mejor de las decisiones de política monetaria, teniendo en cuenta la existencia de segmentos de mercado disfuncionales, y, por consiguiente, asegurar la estabilidad financiera de la zona del euro.