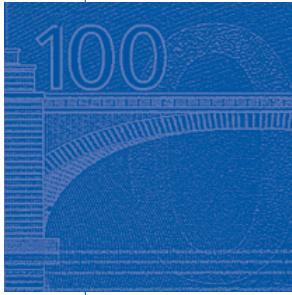


## EDITORIAL



En su reunión celebrada el 6 de octubre 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 la información disponible ha confirmado que es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, pero que descienda posteriormente. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros y los efectos desfavorables de las condiciones de financiación debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro durante el segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y los riesgos a la baja se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos. Para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

El Consejo de Gobierno decidió asimismo los detalles de las operaciones de financiación que realizará desde octubre de 2011 hasta el 10 de julio de 2012; en particular, realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una con un vencimiento aproximado de doce meses, que se ejecutará en octubre de 2011, y otra con un vencimiento aproximado de trece meses, que se llevará a cabo en diciembre de 2011— y seguir aplicando el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decidió iniciar un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados en noviembre de 2011<sup>1</sup>. La

provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación seguirán garantizando que las entidades de crédito de la zona del euro no tengan restricciones 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, se espera ahora que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2% intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. En particular, diversos factores parecen estar debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro; entre ellos, una moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial, el descenso de la confianza empresarial y de los consumidores, y los efectos desfavorables para las condiciones de financiación derivados de las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se beneficie de la continuación del crecimiento positivo de las economías emergentes, de los bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, siguen predominando los riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro, en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Estos riesgos están relacionados sobre todo 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 una mayor transmisión de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Hay también riesgos a la baja asociados con los precios todavía altos de la energía,

<sup>1</sup> Para más información, véanse las notas de prensa del 6 de octubre «El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se ejecutarán desde octubre de 2011 hasta el 10 de julio de 2012» y «El BCE anuncia un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*)».

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 septiembre de 2011 en el 3%, frente al 2,5% registrado en agosto. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales del año pasado, impulsadas, principalmente, por el 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%, pero que desciendan posteriormente. Esta trayectoria refleja la expectativa de un crecimiento salarial relativamente estable, en el contexto de un crecimiento moderado de la economía.

El Consejo de Gobierno sigue considerando 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 la posibilidad de incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido 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 2,8% en agosto de 2011, frente al 2,1% registrado en julio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos, se situó en el 2,8% en agosto, frente al 2,6% de julio. Diversos factores, posiblemente relacionados con la intensificación de las tensiones en algunos mercados financieros, podrían haber tenido un efecto alcista sobre los componentes de M3. En particular, un importante aumento de los flujos de entrada en depósitos a la vista y participaciones en fondos del mercado monetario, además de un fuerte flujo de entrada en cesiones temporales, parecen haber impulsado la evolución monetaria en agosto. El flujo de entra-

da en las cesiones temporales se debió principalmente al crédito garantizado en el mercado interbancario, que se ha liquidado en mayor medida a través de entidades de contrapartida central asignadas al sector tenedor de dinero. En conjunto, el crecimiento de M3 estuvo determinado en particular por el incremento de la tasa de crecimiento interanual de M1, desde el 1% registrado en julio hasta el 1,7% observado en agosto, y por el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares en agosto, ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos, se mantuvo sin variación respecto a julio en el 2,2% y el 2,7%, respectivamente. Desde la perspectiva adecuada de medio plazo, las tendencias del crecimiento del agregado monetario amplio 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.

La situación del sector bancario requiere una especial atención, teniendo en cuenta la relación entre el riesgo soberano y las necesidades de financiación de las entidades de crédito. Al igual que en ocasiones anteriores, el Consejo de Gobierno apremia a las entidades de crédito a hacer todo lo que sea necesario para reforzar sus balances, no distribuir beneficios, asegurar la moderación de las remuneraciones y recurrir al mercado para reforzar en mayor medida sus bases de capital. Cuando resulte necesario, deberían aprovechar plenamente las medidas gubernamentales de apoyo, que deberían hacerse plenamente operativas, incluyendo en el futuro la posibilidad de que la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF) conceda préstamos a los Gobiernos para la recapitalización de las entidades de crédito.

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 la información disponible ha confirmado

que es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, pero que descienda posteriormente. Al realizar el contraste con la información procedente del análisis monetario se confirma que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros y los efectos desfavorables de las condiciones de financiación debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro durante el segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y los riesgos a la baja se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos. Para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

En cuanto a las políticas fiscales, ante la gran incertidumbre que persiste en los mercados financieros, todos los Gobiernos deben actuar de manera decisiva y con efectividad inmediata para reforzar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Todos los Gobiernos de la zona del euro deben 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. Los países sujetos a programas de ajuste conjuntos de la UE y el FMI, así como los países especialmente vulnerables a las condiciones de los mercados financieros, deben aplicar de manera inequívoca todas las medidas anunciadas de saneamiento presupuestario y de reforzamiento de los marcos de política fiscal nacionales, y deben asimismo estar en disposición de adoptar cualesquiera otras medidas que la evolución de su situación haga necesarias.

El saneamiento presupuestario y las reformas estructurales deben acometerse conjuntamente para reforzar la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno apremia a todos los Gobiernos de la zona del euro a aplicar con decisión y rapidez reformas estructurales sustanciales y amplias. Estas reformas contribuirán a incrementar la competitividad y a reforzar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de las economías 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, como son, en particular, la supresión de las cláusulas de indicación automática de los salarios y la potenciación de los convenios a nivel de empresa. En general, en estos tiempos difíciles es esencial la moderación tanto de los márgenes de beneficio como de los salarios. 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. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno apremia a todos los Gobiernos de la zona del euro a aplicar plenamente las decisiones que adoptaron el 21 de julio de 2011.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primer artículo se examina cómo la información que se obtiene del análisis de la evolución del dinero y del crédito puede contribuir a identificar el impacto en la economía del comportamiento y la actividad intermediadora de las entidades de crédito. El segundo artículo examina las características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro, y sugiere que existe un amplio margen para seguir adelante con las reformas estructurales a fin de mejorar el funcionamiento del Mercado Único. En el tercer artículo se analiza la evolución de la crisis financiera desde la óptica de los flujos de fondos.