



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de mayo de 2010, 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. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 8 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios se mantenga moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas principalmente por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, se ven aún contrarrestadas por las presiones de los precios internos reducidas. Los datos más recientes también confirman que durante los primeros meses de 2010 la recuperación económica de la zona del euro ha continuado. El Consejo de Gobierno espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro se produzca a un ritmo moderado en 2010, si bien los patrones de crecimiento podrían ser irregulares en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. El resultado del 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 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 y la política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Por lo tanto, 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, la actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión, tras un período de acusado descenso. En especial, la economía se ha beneficiado de la recu-

peración de la economía mundial en curso, de los significativos estímulos macroeconómicos que se han proporcionado y de las medidas adoptadas para reestablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los datos económicos recientes, incluidos los resultados de las encuestas, avalan la valoración de que la recuperación económica de la zona del euro prosigue en 2010. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, han frenado el crecimiento en los primeros meses del año, parece que está teniendo lugar una cierta reactivación económica durante la primavera. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado. La recuperación en curso a escala mundial, y su repercusión en la demanda de las exportaciones de la zona del euro, debería estimular la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se espera que la crisis financiera tenga un efecto de contención del crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores, las expectativas de reducida utilización de la capacidad productiva y las perspectivas de deterioro de los mercados de trabajo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están en general equilibrados, en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo previsto y la confianza mejorar más de lo esperado, permitiendo una recuperación autosostenida. Por el lado negativo, subsiste la preocupación respecto a renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo previsto, nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, un aumento de las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían también influir negativamente.

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 el 1,5% en abril de 2010,

tras el 1,4% registrado en marzo. Esta tasa resulta ligeramente más elevada de lo esperado hace unos meses y parece estar relacionada, en concreto, con presiones al alza sobre los precios de la energía. De cara al futuro, las presiones inflacionistas mundiales podrían aumentar, impulsadas principalmente por la evolución de los precios de los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, aunque aún es previsible que las presiones de precios internas de la zona del euro se mantengan contenidas. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación sean moderadas durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

A corto plazo, dada la evolución de los precios de la energía, los riesgos respecto a las proyecciones anteriores sobre la inflación, medida por el IAPC, se inclinan levemente al alza, mientras que los riesgos sobre la estabilidad de precios a medio plazo se considera que se mantienen aún en general equilibrados. Los riesgos al alza a medio plazo están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las 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 costes y precios internos están contenidos. En conjunto, el Consejo de Gobierno llevará a cabo un seguimiento atento de la evolución futura de todos los indicadores de precios disponibles.

En relación con el análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió siendo ligeramente negativa, situándose en el -0,1% en marzo de 2010. Los últimos datos, junto con el crecimiento interanual negativo que continúan presentando los préstamos concedidos al sector privado —a una tasa del -0,2% en marzo—, co-

roboran la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. El comportamiento a corto plazo de M3 y de los préstamos también se ha mantenido muy débil.

El ritmo de crecimiento efectivo de M3 se considera más lento que el de la expansión monetaria subyacente, ya que la relativamente pronunciada curva de rendimientos continúa favoreciendo la asignación de los fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3. Al mismo tiempo, los aún estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los diferentes depósitos incluidos en M3 implican que son reducidos los costes de oportunidad de asignar fondos a depósitos a la vista en lugar de a otros instrumentos de M3. Esto se ve reflejado en la notable diferencia que persiste entre el débil crecimiento interanual de M3 y el fuerte crecimiento interanual de M1, que se situó en el 10,9% en marzo. No obstante, con la actual configuración de los tipos de interés existente desde hace ya algún tiempo, los últimos datos sugieren que los importantes desplazamientos en la asignación de fondos están disminuyendo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado continuó siendo negativa en marzo, aunque este dato oculta un flujo mensual que fue de nuevo positivo y, además, una evolución de signo opuesto por sectores: por un lado, un crecimiento interanual positivo y en aumento de los préstamos concedidos a hogares y, por otro, un crecimiento interanual negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Aun siendo una característica normal del ciclo económico que los préstamos a sociedades no financieras respondan con retardo a la actividad económica, los datos de los últimos meses apuntan una posible interrupción de la anterior tendencia a la baja del crecimiento interanual de los préstamos.

Asimismo, la información más reciente también confirma que la reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito no ha prosegui-

do durante los primeros meses del año. Sin embargo, no pueden descartarse nuevos ajustes, y las entidades de crédito siguen afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. A fin de superar este reto, las entidades de crédito deberían recurrir al mercado y utilizar las actuales condiciones de financiación para reforzar aún más sus bases de capital.

En resumen, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 8 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas principalmente por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, se ven aún contrarrestadas por las reducidas presiones internas de los precios. Los datos más recientes también confirman que durante los primeros meses de 2010 la recuperación económica de la zona del euro ha continuado. El Consejo de Gobierno espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro se produzca a un ritmo moderado en 2010, si bien los patrones de crecimiento podrían ser irregulares en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo continúan 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 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 y la política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo

un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno insta a que los Gobiernos adopten con determinación medidas destinadas a lograr un saneamiento de las finanzas públicas duradero y creíble. Los últimos datos disponibles muestran que la corrección de los considerables desequilibrios presupuestarios precisará, en general, que se intensifiquen los esfuerzos actuales. El saneamiento de las finanzas públicas requerirá que se supere sustancialmente el ajuste estructural anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Cuanto más se retrase la corrección presupuestaria, mayor será el ajuste que haya que realizar y más elevado el riesgo de pérdida de reputación y de confianza. Por el contrario, la rápida aplicación de planes de saneamiento de amplio alcance, que incorporen un mayor esfuerzo desde la fase inicial, centrados en el gasto, y combinados con la realización de reformas estructurales, reforzará la confianza del público en la capacidad de los Gobiernos para reestablecer 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. En este contexto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente los programas de ajuste económico y financiero aprobados por el Gobierno griego tras la conclusión con éxito de las negociaciones con la Comisión Europea, en coordinación con el BCE, y con el Fondo Monetario Internacional, destinados a salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

En todos los países de la zona del euro, las reformas estructurales que conduzcan a un aumento del crecimiento y del empleo son esenciales para respaldar una recuperación sostenible. En vista del reciente incremento del desempleo, se requieren sistemas tributarios y de prestaciones sociales que establezcan incentivos efectivos al empleo, la mejora de los planes de formación y contratos laborales suficientemente flexibles, con el fin de evitar un aumento del desempleo estructural. Al mismo tiempo, los problemas de competitividad existentes, así como los desequilibrios internos y externos,

han de ser abordados urgentemente por todos los países afectados. Para ello, es imprescindible que las instituciones de negociación salarial permitan el ajuste apropiado de los salarios a la pérdida de competitividad y a la situación de desempleo. Del mismo modo, son cruciales las medidas que aumenten la flexibilidad de los precios y la competitividad no vinculada a los precios. Por último, la reestructuración adecuada del sector bancario debería desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y asegurar un acceso adecuado a la fi-

nanciación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenido y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero proporciona una valoración de la evolución del mecanismo de transmisión de la política monetaria de la zona del euro desde la introducción de la moneda única. En el segundo artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de la década de 1970 y se señalan las principales enseñanzas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. En el recuadro que figura a continuación, se resumen las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010.

Recuadro I

MEDIDAS ADICIONALES DECIDIDAS POR EL CONSEJO DE GOBIERNO

El 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió adoptar varias medidas para hacer frente a las fuertes tensiones observadas en determinados segmentos del mercado, que están dificultando el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, en consecuencia, la aplicación efectiva de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo. Estas medidas están diseñadas para que no afecten a la orientación de la política monetaria.

En particular, el Consejo de Gobierno ha decidido realizar intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro, en el marco del Programa para los Mercados de Valores, con el fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos de mercado con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. El alcance de las intervenciones será determinado por el Consejo de Gobierno. Al tomar esta decisión, se ha tenido en cuenta la declaración de los Gobiernos de la zona del euro de que «adoptarán todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios este año y los años siguientes, en consonancia con los procedimientos sobre déficit excesivo», así como los compromisos concretos adicionales adoptados por algunos Gobiernos de la zona para acelerar la consolidación fiscal y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas. El impacto de las intervenciones anteriormente indicadas se neutralizará mediante operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores.

Adicionalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se adjudicarán el 26 de mayo y el 30 de junio de 2010. Además, el 12 de mayo de 2010, se llevó a cabo una OFPML a seis meses con adjudicación plena, a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió reactivar, en coordinación con otros bancos centrales, las líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con la Reserva Federal y reanudar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y a 84 días. Estas operaciones adoptarán la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera de estas operaciones se realizó el 11 de mayo de 2010.

El Consejo de Gobierno considera que las medidas mencionadas son esenciales para asegurar el funcionamiento eficiente del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En particular, las medidas contribuirán a mitigar la extensión de los efectos perniciosos de la creciente volatilidad de los mercados, los riesgos de liquidez y las perturbaciones en los mercados en cuanto al acceso a la financiación de la economía.

La neutralización de las intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro asegurarán que el Programa para los Mercados de Valores no afecte ni a los niveles de liquidez ni a los tipos de interés del mercado monetario existentes. De este modo, las medidas adoptadas no afectan a la orientación de la política monetaria.