

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de julio 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 10 de junio 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, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado y todavía irregular, en un entorno de elevada incertidumbre. El 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.

La política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Esta es la contribución primordial y necesaria que la política monetaria realiza para impulsar un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros, denominadas «de apoyo reforzado al crédito», y el Programa para los Mercados de Valores son plenamente compatibles con el mandato del Consejo de Gobierno y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. El Consejo de Gobierno se atiene a su firme compromiso de mantener la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y tanto la orienta-

ción de la política monetaria como la provisión global de liquidez se ajustarán cuando sea apropiado. 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, se observa un aumento de la actividad económica de la zona del euro, después de un período de acusado descenso. De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se incrementó, en términos intertrimestrales, un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Los datos económicos y los indicadores procedentes de las encuestas más recientes sugieren que se ha producido una intensificación de la actividad económica durante la primavera. El Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado y todavía irregular, durante algún tiempo y en las distintas economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de exportaciones de la zona del euro, junto con la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, deberían estimular la economía de la zona del euro. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las perspectivas de los mercados de trabajo ralenticen la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están en general equilibrados, en un entorno de elevada incertidumbre. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo previsto, respaldando adicionalmente las exportaciones de la zona del euro. Por el lado negativo, sigue existiendo la preocupación de que se produzcan nuevas tensiones en los mercados financieros, y la posibilidad de efectos adversos adicionales sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo esperado con anterioridad, nuevos aumentos de los precios del petróleo



y de otras materias primas, así como de las presiones proteccionistas, y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían 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 1,4% en junio, frente al 1,6% registrado en mayo. Se espera que en los próximos meses la tasa de inflación interanual medida por el IAPC continúe mostrando cierta volatilidad, con tendencia a situarse en tasas ligeramente más elevadas en los últimos meses del año. En cuanto al futuro, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas en 2011, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aun que próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos sobre las perspectivas de evolución de los precios están, 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 los precios y costes 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.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el -0,2% en mayo de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se incrementó un poco más, aunque se mantuvo débil en el 0,2%. Todos estos datos siguen respaldando la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La evolución a más

corto plazo de M3 y de algunos de sus componentes y contrapartidas se ha mantenido volátil y, dadas las continuadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero, es muy posible que esta volatilidad persista.

La fuerte incidencia previa de la configuración de los tipos de interés sobre la evolución monetaria parece estar atenuándose de forma gradual, lo que señala que el crecimiento efectivo de M3 se ve menos afectado que anteriormente por el impacto a la baja de la pronunciada curva de rendimientos y por la asignación de fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3 a ella asociada. Asimismo, el efecto que los estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran diferentes instrumentos de M3 ejercen sobre los desplazamientos dentro de M3 hacia M1 debería estar disminuyendo. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de M1, del 10,3%, es todavía muy elevada.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado sigue ocultando evoluciones que se compensan; por un lado, un crecimiento positivo de los préstamos a hogares y, por otro, un crecimiento negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Aunque el flujo mensual de los préstamos bancarios concedidos a sociedades no financieras fue positivo en mayo, a la luz de la volatilidad observada los últimos meses, aún es demasiado pronto para apreciar si esto indica un punto de inflexión. La respuesta retardada de los préstamos a sociedades no financieras a la evolución de la actividad económica es una característica normal del ciclo económico.

Los datos hasta mayo confirman que el tamaño de los balances de las entidades de crédito se ha incrementado desde los primeros meses del año. Las entidades de crédito siguen afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. Si fuese necesario, a fin de superar este reto, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar adicionalmente sus bases de capital o aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favore-

cer la recapitalización. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión anunciada por el Consejo Europeo de hacer público, con el consentimiento de las respectivas entidades de crédito, los resultados de las pruebas de estrés de cada entidad de la Unión Europea realizadas por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos en cooperación con el BCE. Habrá que adoptar las medidas apropiadas, si fuera necesario. 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 financiación, creando así las bases para el crecimiento sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera.

En síntesis, 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 10 de junio 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, beneficiándose de las reducidas presiones sobre los precios internos. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha proseguido durante la primera mitad de 2010. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado y todavía irregular, en un entorno de elevada 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, 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.

En cuanto a las políticas fiscales, estas deben centrarse claramente en asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el contexto actual, todos los países de la zona del euro deben, como mínimo, cumplir sus planes de saneamiento presupuestario tal y como se prevé en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. Es posible que, en aquellos casos en los que los planes actuales no sean suficientes para alcanzar el principal objetivo de frenar e invertir el aumento de la ratio de deuda, sea necesario fijar objetivos más ambiciosos, como los adoptados ya por una serie de países. Además, todos los países han de concretar medidas de ajuste creíbles que sean suficientes para alcanzar sus objetivos presupuestarios en 2010, 2011 y en los años siguientes, y deben cumplir sus compromisos de adoptar medidas adicionales durante los próximos años, si fuese necesario.

A fin de que la zona del euro funcione de forma adecuada y de fortalecer las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible, es fundamental que se apliquen reformas estructurales de largo alcance. Con ello se respaldará además el proceso de saneamiento de las finanzas públicas. Se precisan reformas de gran calado en especial en aquellos países que en el pasado han experimentado pérdidas de competitividad o que aún sufren las consecuencias de déficits fiscales y exteriores elevados. Las medidas deberán asegurar un proceso de negociación colectiva que permita que los salarios se adapten con flexibilidad a la situación de desempleo y a la pérdida de competitividad. Unas reformas encaminadas a intensificar el crecimiento de la productividad apoyarían adicionalmente el proceso de ajuste de estas economías.

En relación con las propuestas presentadas por el Consejo de Gobierno al Grupo Especial para la Gobernanza Económica creado por el Consejo Europeo bajo la presidencia de Herman Van Rompuy, el Consejo de Gobierno considera necesario dar un gran paso adelante hacia el fortalecimiento de los fundamentos institucionales de la UEM. Es esencial potenciar la gobernanza y los mecanismos de aplicación en el marco de la política económica de la zona del euro. Será fundamental reforzar la vigilancia de las políticas presupuestarias nacionales y asegurar un cumplimiento riguroso de las normas

fiscales. Por otro lado, resulta extremadamente importante que se lleve a cabo una vigilancia estrecha de la evolución relativa de la competitividad, y que se establezca un mecanismo de supervisión para hacer frente a los desequilibrios de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, es importante establecer un marco de gestión de crisis en la zona del euro que minimice el riesgo moral.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primer artículo examina los ajustes de los mercados de trabajo en la zona del euro en el contexto de la reciente recesión. El segundo, evalúa la eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro. En el tercer artículo se analiza el impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental.