



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de abril de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, tras haberlos mantenido sin variación durante casi dos años en niveles históricamente bajos. El ajuste de la orientación actual de la política monetaria, muy acomodaticia, está justificado a la vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios identificados en el contexto del análisis económico. Si bien el análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, la liquidez monetaria sigue siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. En conjunto, resulta esencial que la reciente evolución de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. La decisión del Consejo de Gobierno contribuirá a mantener las expectativas de inflación de la zona del euro firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo 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 pueda contribuir al crecimiento económico en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés siguen siendo bajos en todos los plazos. Por tanto, la política monetaria mantiene su carácter acomodaticio y continúa así prestando un apoyo considerable a la actividad económica y a la creación de empleo. Los datos económicos recientes confirman que el impulso subyacente de la actividad económica de la zona sigue siendo positivo, y que la incertidumbre se mantiene elevada. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

Como se ha mencionado en anteriores ocasiones, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán asimismo 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. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará lle-

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

En lo que concierne al análisis económico, tras el incremento del 0,3% de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2010, los datos estadísticos recientes y los resultados de las últimas encuestas apuntan a que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro en los primeros meses de 2011. Las exportaciones de la zona del euro deberían verse respaldadas por la actual recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente alto de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento económico, beneficiada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores modere en cierta medida la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, aunque en un contexto de elevada incertidumbre. Por una parte, el comercio internacional podría continuar creciendo más rápidamente de lo esperado, lo que respaldaría las exportaciones de la zona del euro. Además, la continuación de la fortaleza de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros que pueden contagiarse a la economía real de la zona del euro; los riesgos también están asociados con nuevos incrementos de los precios de las materias primas —particularmente en vista de la intensificación de las tensiones geopolíticas— y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por último, existen riesgos derivados del posible impacto en la economía de la zona del euro y de otros

países del desastre natural y nuclear acaecido recientemente en Japón.

Respecto 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 marzo de 2011 en el 2,6%, frente al 2,4% registrado en febrero. El incremento de las tasas de inflación en los primeros meses de 2011 refleja en gran medida el aumento de los precios de las materias primas. La presión procedente de los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos también puede apreciarse en las primeras etapas del proceso de producción. Es de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no produzca efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios y, por tanto, dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo 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 en torno a la evolución de los precios a medio plazo continúan siendo al alza, y están relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la energía, debidos también a las actuales tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio. En términos más generales, el fuerte crecimiento económico registrado en los mercados emergentes, respaldado por la abundancia de liquidez a escala mundial, podría estimular nuevas subidas de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos también tienen relación con presiones más fuertes de lo esperado sobre los precios internos en el contexto de la recuperación en curso de la actividad.

Por lo que se refiere al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 2,0% en febrero de 2011, desde el 1,5% registrado en enero. Haciendo abstracción de la vo-

latilidad observada recientemente en el agregado monetario amplio debida a factores especiales, el crecimiento de M3 ha continuado aumentando durante los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado volvió a incrementarse en febrero hasta el 2,6%, frente al 2,4% registrado el mes anterior. Por tanto, el ritmo de crecimiento monetario subyacente está repuntado gradualmente, aunque se mantiene 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, el crecimiento interanual de M1 volvió a moderarse hasta situarse en el 2,9% en febrero de 2011, mientras que el crecimiento de otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables se ha incrementado. Este reajuste en los componentes de M3 refleja el impacto del reciente aumento de la pendiente de la curva de rendimientos sobre la remuneración de distintos activos monetarios. No obstante, esta mayor inclinación de la curva de rendimientos implica también 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 no incluidos en M3 mejor remunerados.

Del lado de las contrapartidas, un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado en febrero se ha debido, en parte, a un ligero aumento adicional del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que subió hasta el 0,6% en febrero, desde el 0,5% registrado en enero. El crecimiento de los préstamos a hogares se situó en febrero en el 3,0%, frente al 3,1% registrado en enero. En conjunto, en los primeros meses de 2011 el flujo positivo de los préstamos al sector privado no financiero pasó a ser más generalizado en los sectores de los hogares y de las sociedades no financieras.

Los datos más recientes confirman que las entidades de crédito han seguido incrementando sus

préstamos al sector privado, al tiempo que han mantenido el tamaño total de sus balances prácticamente sin cambios. Resulta importante que las entidades de crédito sigan aumentando la provisión de crédito al sector privado, en un entorno de incremento de la demanda. Para responder a este reto, en los casos en que resulte necesario, es imprescindible que las entidades de crédito no distribuyan beneficios, recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y 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.

En síntesis, el Consejo de Gobierno decidió incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El ajuste de la actual orientación de la política monetaria, muy acomodaticia, está justificado a la vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios que se identifican en el contexto del análisis económico. La contrastación con los resultados del análisis monetario indica que, aunque el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado, la liquidez monetaria sigue siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. En conjunto, resulta esencial que la actual evolución de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. La decisión del Consejo de Gobierno contribuirá a mantener las expectativas de inflación de la zona del euro firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo 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 pueda contribuir al crecimiento económico en la zona del euro. Al mismo tiempo, los tipos de interés siguen siendo bajos en todos los plazos. Por tanto, la política monetaria mantiene su carácter acomodaticio y sigue constituyendo un estímulo considerable para la actividad económica y la creación de empleo. Los datos económicos recientes confirman que el impulso subyacente de la actividad económica de la zona sigue siendo

positivo y que la incertidumbre continúa siendo elevada. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En lo que respecta a las políticas fiscales, resulta esencial que todos los gobiernos cumplan los objetivos de consolidación anunciados para 2011. Además, el anuncio de medidas de consolidación detalladas para 2012 y años posteriores contribuiría a asegurar al público en general y a los participantes en el mercado que se sostendrán las políticas correctoras. Es fundamental reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, puesto que con ello se reducirán las primas de riesgo de tipo de interés y se mejorarán las condiciones necesarias para un crecimiento sólido y sostenible.

Al mismo tiempo, para reforzar el potencial de crecimiento, la competitividad y la flexibilidad de la zona del euro, resulta crucial que se apliquen sin demora reformas estructurales sustanciales y de gran alcance. En el caso de los mercados de productos, deben continuar aplicándose políticas que fomenten, en particular, la competencia y la innovación, con objeto de acelerar la reestructuración y facilitar los avances en la productividad. En los mercados de trabajo, las prioridades deben ser mejorar la flexibilidad salarial y los incentivos para trabajar, y suprimir las rigideces del mercado de trabajo.

Por último, el Consejo de Gobierno estima que el paquete de seis propuestas legislativas sobre gobernanza económica adoptado por el Consejo Europeo en su cumbre del 24 y 25 de marzo de 2011 contribuye en alguna medida a mejorar la vigilancia económica y presupuestaria en la zona del euro. No obstante, en opinión del Consejo de Gobierno, estas propuestas no llegan a constituir el salto cualitativo en la vigilancia de la zona del euro necesario para garantizar el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno, en consonancia con el dictamen del BCE de 17 de febrero de 2011 relativo a dichas propuestas, insta al Consejo ECOFIN, al Parlamento Europeo y a la Comisión a que adopten, en el contexto

de su «diálogo tripartito», requisitos más estrictos y un mayor grado de automatismo en los procedimientos y dirijan una mayor atención a los países más vulnerables que presentan pérdidas de competitividad. Todo ello contribuiría a asegurar la eficacia del nuevo marco a largo plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza los riesgos y los retos para la sostenibilidad fiscal de la zona del euro. El segundo presenta los principales resultados de dos encuestas a hogares y empresas sobre su uso de los billetes en euros.