



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de mayo 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 abril de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que se requería un ajuste de la orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria. El Consejo de Gobierno sigue percibiendo presiones al alza sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. 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. Además, los últimos datos económicos confirman que se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. En conjunto, resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación en la zona del euro deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo 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. En un contexto en el que los tipos de interés continúan siendo reducidos en todos los plazos y se mantiene la orientación acomodaticia de la política monetaria, 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. El mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo constituye el principio rector que el Consejo de Gobierno aplica al analizar nuevos datos, valorarlos y adoptar decisiones respecto a cualquier ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria.

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 lo que concierne al análisis económico, tras el incremento del 0,3% 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 la actividad económica de la zona del euro ha mantenido un positivo dinamismo subyacente en el primer trimestre de 2011 y al inicio del segundo. De cara al futuro, la expansión en curso de la economía mundial debería seguir sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el alto nivel 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 continúe moderando en cierta medida la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, 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 fortaleza de la confianza empresarial podría sostener más 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 podrían contagiarse a la economía real de la zona del euro. También se asocian riesgos a la baja con nuevas subidas de los precios de la energía, especialmente ante las tensiones de carácter geopolítico en el Norte de África y Oriente Medio, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios

mundiales. Por último, aún se mantienen los riesgos potenciales del impacto en la economía de la zona del euro y de otros países del desastre natural y nuclear acaecido 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 el 2,8% en abril, tras el 2,7% registrado en marzo. El incremento de las tasas de inflación en los cuatro primeros meses de 2011 refleja en gran medida el aumento de los precios de las materias primas. De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. La presión al alza sobre la inflación, procedente fundamentalmente de los precios de la energía y de las materias primas, 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. 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 al alza y están relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la energía, sobre todo en el contexto de las actuales tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio. En términos más generales, el fuerte crecimiento económico de 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 2,3% en marzo de 2011, desde el 2,1% registrado en febrero. Haciendo abstracción de la volatilidad 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 al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación, situándose en el 2,5% en marzo, en comparación con el 2,6% de febrero. En conjunto, el ritmo de crecimiento monetario subyacente está repuntando 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, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo prácticamente sin variación en marzo, mientras que la tasa de crecimiento de otros depósitos a corto plazo se incrementó, lo que refleja en parte el aumento gradual de la remuneración de estos depósitos en los últimos meses. Al mismo tiempo, la marcada pendiente de 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 no incluidos en M3 mejor remunerados.

Del lado de las contrapartidas, se ha producido un ligero aumento adicional del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que subió hasta el 0,8% en marzo, desde el 0,6% registrado en febrero. El crecimiento de los préstamos a hogares se situó en marzo en el 3,4%, frente al 3,0% registrado en febrero. Haciendo abstracción de la volatilidad a corto plazo, los últimos datos confirman un fortalecimiento gradual continuado del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero.

El tamaño total de los balances de las entidades de crédito ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses, a pesar de haberse registrado

cierta volatilidad. 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 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 abril de 2011. La información disponible a partir de esa fecha corrobora la valoración de que se requería un ajuste de la orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria. El Consejo de Gobierno sigue percibiendo presiones al alza sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. La contrastación con los resultados del análisis monetario indica que, aunque el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado, la liquidez monetaria continúa siendo amplia y puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios. Además, los últimos datos económicos confirman que se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. En conjunto, resulta esencial que la actual evolución de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación en la zona del euro deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo 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. En un contexto en el que los tipos de interés continúan siendo reducidos en todos los plazos y

se mantiene la orientación acomodaticia de la política monetaria, 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. El mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo constituye el principio rector que el Consejo de Gobierno aplica al analizar nuevos datos, valorarlos y adoptar decisiones respecto a cualquier ajuste de la orientación acomodaticia de la política monetaria.

En lo que respecta a las políticas fiscales, la información disponible actualmente apunta a una evolución dispar del cumplimiento por parte de los países de los planes de consolidación fiscal acordados. Existe el riesgo de que los saldos presupuestarios de algunos países no logren alcanzar los objetivos acordados por el Consejo ECOFIN para conseguir en el plazo previsto la corrección necesaria de los déficits excesivos. Es esencial que todos los gobiernos cumplan los objetivos anunciados en materia de saldos presupuestarios para 2011. En los casos en que resulte necesario, deben aplicarse rápidamente medidas correctoras adicionales, a fin de garantizar el progreso hacia la sostenibilidad presupuestaria. La aplicación de políticas creíbles resulta imprescindible, considerando las actuales presiones en los mercados financieros.

Al mismo tiempo, para reforzar el potencial de crecimiento, la competitividad y la flexibilidad de la zona del euro, es de vital importancia que se apliquen sin demora reformas estructurales sustanciales y ambiciosas. En particular, los países que presentan elevados déficits fiscales y exteriores o pérdidas de competitividad deberían emprender reformas económicas 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 lograr mejoras en la productividad. En los mercados de trabajo, la prioridad debe ser mejorar la flexibilidad salarial y los incentivos para trabajar, y suprimir las rigideces.

El Consejo de Gobierno, en consonancia con el dictamen del BCE de 17 de febrero de 2011 relativo

a las seis propuestas legislativas sobre gobierno económico, insta al Consejo ECOFIN, al Parlamento Europeo y a la Comisión Europea 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.

Por último, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente el programa de ajuste económico y financiero acordado por el Gobierno portugués tras la conclusión con éxito de las negociaciones con la Comisión Europea, en coordinación con el BCE, y el Fondo Monetario Internacional. El programa incorpora los elementos necesarios para lograr una estabilización sostenible de la economía portuguesa y aborda con determinación las causas económicas

y financieras que subyacen a la preocupación actual de los mercados, por lo cual contribuirá a restablecer la confianza y salvaguardar la estabilidad financiera en la zona del euro. El Consejo de Gobierno se felicita por el compromiso de las autoridades públicas portuguesas de adoptar todas las medidas necesarias para cumplir los objetivos del programa y considera sumamente importante el amplio apoyo político prestado al programa de ajuste, que refuerza su credibilidad.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero describe los patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos, y aporta algunas reflexiones sobre la recuperación. El segundo examina y valora los acuerdos y disposiciones vigentes en cuanto a la representación exterior de la UE y la UEM.