



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de julio 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 la subida de 25 puntos básicos efectuada en abril de 2011 desde niveles históricamente bajos. El ajuste adicional de la actual orientación acomodaticia de la política monetaria está justificado en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. El ritmo subyacente de expansión monetaria sigue recuperándose de forma gradual, mientras que la liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. En conjunto, resulta esencial que la evolución reciente de los precios no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. La decisión del Consejo de Gobierno contribuirá a que las expectativas de inflación de la zona del euro continúen 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, sosteniendo la actividad económica y la creación de empleo. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en el segundo trimestre de 2011. Se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. 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.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán 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 se refiere al análisis económico, en el primer trimestre de 2011, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro registró un fuerte incremento del 0,8 %, frente al incremento del 0,3 % registrado en el último trimestre de 2010. Los datos estadísticos recientes y los indicadores basados en encuestas apuntan a que en el segundo trimestre de este año continuó la expansión de la actividad económica en la zona del euro, aunque a un ritmo más lento. Esta moderación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento del primer trimestre de debió en parte a factores especiales. Se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir apoyándose en la actual expansión de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel actual de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento económico. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores continúe frenando 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 nivel favorable de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto la actividad económica interna de la zona del euro, y el aumento de la demanda exterior también podría contribuir al crecimiento más de lo previsto. 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. Los riesgos a la baja también están asociados con incrementos adicionales de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el

IAPC de la zona del euro se situó en junio del 2011 en el 2,7%, sin variación respecto a mayo. Las tasas relativamente elevadas de inflación registradas en los últimos meses reflejan en gran medida el incremento de los precios de la energía y de las materias primas. En cuanto 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, todavía puede apreciarse en las primeras etapas del proceso de producción. Sigue siendo de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no genere efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios ni dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación 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 para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen siendo al alza y están relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la energía. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a lo previsto actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, podrían generarse riesgos al alza por las presiones internas sobre los precios, que podrían ser mayores de lo esperado en el contexto del aumento de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 2,4% en mayo de 2011, desde el 2,0% registrado en abril. 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 volvió a incrementarse ligeramente hasta el 2,7% en mayo, frente al 2,6% de abril. En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria ha seguido

mostrando una recuperación gradual. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo amplia y tiene potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro.

Atendiendo a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió moderándose en mayo, 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 y de los depósitos de ahorro 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 mejor remunerados no incluidos en M3. No obstante, la información reciente apunta a que este impacto puede estar remitiendo.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvo sin variación desde abril en el 0,9% y el 3,4% respectivamente, lo que viene a confirmar el patrón de la evolución de los meses anteriores.

El tamaño total de los balances de las entidades de crédito ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. 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, que recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y que 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, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, incrementar los tipos de interés oficiales

del BCE en 25 puntos básicos, tras la subida de 25 puntos básicos efectuada en abril de 2011 desde niveles históricamente bajos. El ajuste adicional de la actual orientación acomodaticia de la política monetaria está justificado en vista de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Al efectuar el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario se observa que el ritmo subyacente de expansión monetaria sigue recuperándose de forma gradual, mientras que la liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. 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 constituye un apoyo para la actividad económica y la creación de empleo. Según lo esperado, los datos económicos recientes indican una ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía en el segundo trimestre de 2011. Aunque se mantiene el impulso positivo subyacente del crecimiento económico de la zona del euro, la incertidumbre sigue siendo elevada. 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.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, el actual entorno económico es muy exigente y requiere actuaciones resolutivas. Los países de la zona del euro deben cumplir, como mínimo, sus compromisos de saneamiento presupuestario adquiridos para 2011 y los años sucesivos, de acuerdo con lo previsto en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. Medidas de ajuste adecuadas y aplicadas cuanto antes deberían garantizar el cumplimiento de los objetivos de consolidación

presupuestaria estructural, de conformidad con las recomendaciones del Consejo ECOFIN, y de producirse resultados económicos y presupuestarios más favorables de lo previsto, deberían utilizarse para reducir el déficit más rápidamente. El anuncio de medidas de consolidación bien detalladas para 2012 y años posteriores es indispensable para convencer al público y a los participantes en el mercado de que se perseverará en las políticas correctoras y de que la evolución de la deuda pública será reconducida a una senda de sostenibilidad.

Al mismo tiempo, para reforzar la competitividad, la flexibilidad y el potencial de crecimiento a largo plazo de la zona del euro sigue siendo esencial que se apliquen sin demora reformas estructurales sustanciales y ambiciosas. Dichas reformas son particularmente importantes en los países que presentan elevados déficits fiscales y exteriores o que han experimentado pérdidas de competitividad en el pasado. El Consejo de Gobierno celebra la introducción del Semestre Europeo, en el que se incluye la reciente presentación de los Programas Nacionales de Reforma de los distintos países, que incorporan los compromisos asumidos en el marco del Pacto por el Euro Plus. Asimismo, el Consejo de Gobierno se adhiere a las conclusiones del Consejo Europeo en las que se reclama la aplicación inmediata de reformas más ambiciosas y detalladas, a fin de fomentar la competitividad. Por otra parte, la eliminación de las rigideces de los mercados laborales contribuiría notablemente al proceso de ajuste. Las medidas que mejoren la flexibilidad salarial, como la eliminación de la indexación automática de los salarios, contribuiría a lograr el ajuste necesario.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero trata sobre las medidas de política monetaria no convencionales introducidas por el BCE, su impacto en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y su retirada gradual. En el segundo, se exponen las razones para el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad y se describen sus características principales. El tercer artículo presenta una visión general del nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras.