



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de junio 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 6 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales podrían persistir, mientras que se espera que las presiones de los precios internas se mantengan reducidas. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010, si bien es probable que las tasas de crecimiento intertrimestrales sean relativamente irregulares. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, en un entorno en el que persisten las tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y de incertidumbre excepcionalmente elevada. 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 graves tensiones en el mercado financiero, 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 orientación 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. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó, en términos intertrimestrales, un 0,2% en el primer trimestre de 2010. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, han frenado el crecimiento en los primeros meses del año, los indicadores económicos más recientes sugieren que se ha producido un repunte durante la primavera. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado, aunque aún irregular durante algún tiempo y entre las distintas economías y sectores de la zona del euro. La recuperación en curso a escala mundial y su repercusión en la demanda de las 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 débiles perspectivas de deterioro de los mercados de trabajo ralenticen la recuperación de la actividad.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2010, que sitúan el crecimiento medio interanual del PIB real entre el 0,7% y el 1,3% en 2010 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, el intervalo relativo al crecimiento del PIB real se ha revisado

ligeramente al alza para este año, debido a que el fortalecimiento de la actividad en todo el mundo a corto plazo ha tenido una repercusión positiva, aunque se ha revisado levemente a la baja para 2011, como reflejo principalmente de las perspectivas de la demanda interna. Las proyecciones de junio de 2010 de los expertos del Eurosistema están, en general, en consonancia con las previsiones de las instituciones internacionales.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas 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, respaldando adicionalmente las exportaciones de la zona del euro. Por el lado negativo, subsiste la preocupación respecto a renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y sus efectos sobre la confianza. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo previsto, 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 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 1,6% en mayo de 2010, frente al 1,5% registrado en abril. El aumento de la inflación observado en los últimos meses refleja principalmente la subida de los precios de la energía. No puede excluirse que durante la segunda mitad de este año se produzca de nuevo algún ligero aumento de la inflación medida por el IAPC. De cara al futuro, las tasas de inflación deberían en conjunto mantenerse moderadas. Podrían persistir las presiones al alza sobre los precios de las materias primas, mientras que se espera que las presiones sobre los precios internos de la zona del euro continúen siendo reducidas. 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, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2010, que sitúan la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo entre el 1,4% y el 1,6% para 2010, y entre el 1,0% y el 2,2% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2010, los intervalos se han ajustado ligeramente al alza como consecuencia del incremento de los precios en euros de las materias primas. Las previsiones elaboradas por instituciones internacionales presentan, en general, un panorama similar.

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 -0,1% en abril de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se incrementó de nuevo ligeramente, pasando a ser positiva, aunque se mantuvo débil en el 0,1%. 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 volatilidad de la evolución a más corto plazo de M3 y de los préstamos ha continuado, y dadas las renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado

financiero, es muy posible que la volatilidad de M3 y de sus componentes persista.

El crecimiento efectivo de M3 continúa subestimando el ritmo de expansión monetaria subyacente, pero el impacto a la baja de la relativamente pronunciada curva de rendimientos y de la asignación de los fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3 a ella asociada parece estar atenuándose gradualmente. Lo mismo puede decirse con respecto a los desplazamientos dentro de M3 observados como respuesta a los estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran diferentes instrumentos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1, del 10,7%, es aún muy elevada.

La todavía débil tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado oculta el hecho de que desde hace unos meses los flujos mensuales están ya siendo positivos. Al mismo tiempo, esta evolución del agregado sigue reflejando principalmente el fortalecimiento del crecimiento interanual de los préstamos a los hogares en curso, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo negativo. La respuesta retardada de los préstamos a sociedades no financieras a la actividad económica es una característica normal del ciclo económico.

Los últimos datos confirman que la reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito no ha proseguido durante los primeros meses del año. No obstante, 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 para reforzar adicionalmente sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

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 6 de mayo de 2010, el Consejo de

Gobierno espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales podrían persistir, mientras que se espera que las presiones de los precios internos se mantengan reducidas. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación económica de la zona del euro ha continuado durante la primera mitad de 2010, si bien es probable que las tasas de crecimiento intertrimestrales sean relativamente irregulares. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, en un entorno en el que persisten las tensiones en algunos segmentos del mercado financiero y 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 siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno 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, en consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En relación con las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión adoptada recientemente por los países de la zona del euro de establecer formalmente una Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Es preciso que se acompañe de actuaciones adoptadas con determinación por parte de los Gobiernos. Resulta esencial que todos los países cumplan estrictamente sus compromisos de corregir los elevados niveles de déficit y deuda públicos, y reduzcan la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Para ello, las medidas concretas de ajuste necesarias a fin de lograr los objetivos presupuestarios deben quedar perfectamente especificadas. Todos los países han de ase-

gurar que la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas está garantizada. El Consejo de Gobierno valora positivamente el hecho de que algunos Gobiernos de la zona del euro con los niveles de déficit más elevados y los de deuda en significativo aumento hayan adoptado medidas adicionales de saneamiento fiscal y fijado objetivos presupuestarios más ambiciosos. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha tomado nota de las orientaciones de primavera de 2010 relativas a las políticas fiscales de los países de la zona del euro acordadas por los ministros de Economía y Hacienda el 7 de junio, y acoge favorablemente los compromisos adquiridos de que, cuando sea necesario, se adoptarán medidas adicionales para garantizar el logro de los objetivos presupuestarios en 2010 y en los años sucesivos. Es verdaderamente esencial que se consigan los nuevos objetivos presupuestarios. El Consejo de Gobierno coincide plenamente con la prioridad fijada por los ministros de frenar e invertir el aumento de la ratio de deuda, y considera positivo el compromiso de adoptar medidas inmediatas a tal efecto.

En todos los países de la zona del euro, las reformas estructurales que conduzcan a un incremento del crecimiento y del empleo son cruciales para respaldar una recuperación sostenible. Los problemas de competitividad existentes, así como los desequilibrios internos y externos han de ser abordados urgentemente por todos los países afectados. Para ello, la negociación salarial debe permitir el ajuste apropiado de los salarios a la competitividad y a la situación de desempleo. Del mismo modo, son fundamentales 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 financiación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenible, la creación de empleo y la estabilidad financiera.