

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de marzo 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 información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 4 de febrero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La información más reciente ha confirmado, asimismo, que la recuperación de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En general, el Consejo de Gobierno espera que las economías de la zona del euro crezcan a un ritmo moderado en 2010, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, sosteniendo así 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.

En su reunión del 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno discutió también, a la vista de la evolución económica y de los mercados financieros, sobre cómo proceder con la retirada gradual de sus medidas operativas no convencionales. A este respecto, se decidió continuar llevando a cabo tanto las operaciones principales de financiación (OPF) como las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el noveno período de mantenimiento de 2010, el 12 de octubre. En el caso de las operaciones de financiación especiales, el tipo fijo será el mismo que se aplique a la correspondiente OPF. El Consejo de Gobierno decidió además volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable a las operacio-

nes periódicas de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses (OFPML), a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010. Los importes de adjudicación de estas operaciones se fijarán con el objetivo de asegurar unas condiciones adecuadas en los mercados monetarios y evitando unos diferenciales significativos entre los tipos de puja y el tipo de la OPF correspondiente. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió, en consonancia con su decisión sobre la OFPML a doce meses de 16 de diciembre de 2009, fijar el tipo de interés de la OFPML a seis meses que se adjudicará el 31 de marzo de 2010, en el promedio del tipo mínimo de puja de las OPF que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Con estas decisiones, el Eurosistema continúa proporcionando apoyo a la liquidez del sistema bancario de la zona del euro en unas condiciones muy favorables, facilitando con ello la concesión de crédito en la zona del euro. Al mismo tiempo, estas decisiones contribuyen a evitar que se produzcan distorsiones asociadas al mantenimiento de medidas no convencionales durante más tiempo del necesario. El Consejo de Gobierno seguirá efectuando la retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias. Con el fin de contrarrestar de forma efectiva cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere al análisis económico, durante los últimos trimestres, la zona del euro se ha seguido beneficiando de los importantes estímulos macroeconómicos que se han proporcionado y de las medidas adoptadas para reestablecer el funcionamiento del sistema bancario, así como de la recuperación de la economía mundial en curso. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,1%, en tasas intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2009, tras la expansión del 0,4% del tercer trimestre. Los indicadores de que se dispone sugieren que la recu-



peración de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En concreto, están influyendo una serie de factores especiales, entre los que se incluyen las desfavorables condiciones meteorológicas observadas en parte de la zona del euro durante el primer trimestre de 2010. Dada esta trayectoria irregular, resulta más apropiado soslayar la volatilidad trimestral observada y comparar la evolución del crecimiento en términos semestrales. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el crecimiento del PIB real continúe siendo moderado en 2010, debido a que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las expectativas de utilización reducida de la capacidad productiva es probable que frenen la inversión, y a que el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo está debilitando el consumo.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que estiman que el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo entre el 0,4% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre de 2009, el intervalo de crecimiento del PIB real para 2010 es ligeramente más estrecho, mientras que para 2011 se ha revisado levemente al alza, como reflejo del considerable fortalecimiento de la actividad en todo el mundo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado y la recuperación tanto de la economía mundial como del comercio exterior podría mostrar más impulso que el estimado. Además los efectos derivados de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. Por el lado negativo, continúa existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda

tener mayor intensidad y duración de lo esperado, de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, nuevas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero, así como una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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 0,9% en febrero de 2010, frente al 1,0% registrado en enero. Se espera que la inflación se sitúe en torno al 1% a corto plazo y que siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En consonancia con una lenta recuperación de la demanda interna y externa, es previsible que los precios, costes y salarios mantengan un comportamiento muy moderado. En este contexto, es importante reiterar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo 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.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2010, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo entre el 0,8% y el 1,6% para 2010, y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en diciembre de 2009, el intervalo para 2010 se ha ajustado ligeramente a la baja, mientras que el correspondiente a 2011 se ha revisado levemente al alza.

Los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en general, equilibrados, y están relacionados, en particular, con la evolución futura de la actividad económica y el comportamiento de los precios de las materias primas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo actualmente esperado, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se tornó ligeramente positiva en enero de 2010, alcanzando el 0,1%, como reflejo principalmente de un efecto de base, y confirma la valoración de que el crecimiento monetario se mantiene débil. Los últimos datos, junto con la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos concedidos al sector privado (igual a -0,6% en enero de 2010), avalan la valoración del Consejo de Gobierno de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas asociadas a la evolución monetaria son reducidas. Es probable que el crecimiento de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado se mantenga débil también en los próximos meses.

Al mismo tiempo, la evolución monetaria efectiva es probablemente más débil que el ritmo de la expansión monetaria subyacente, considerando la incidencia a la baja de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos; esta pendiente favorece el desplazamiento de fondos desde M3 hacia depósitos a plazos más largos y hacia valores. Por otra parte, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos instrumentos incluidos en M3 disminuyen el coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que continuó registrando un fuerte crecimiento interanual del 11,5% en enero.

La tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos concedidos al sector privado oculta evoluciones implícitas de signo opuesto: una positiva, reforzándose el crecimiento interanual de los préstamos a hogares, y otra negativa, reduciéndose el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. Estas diferencias son coherentes con las tendencias históricas y las regularidades cíclicas, que sugieren que cabe esperar que los préstamos a las sociedades no financieras se mantengan débiles durante algún tiempo tras el repunte de la actividad económica. Al mismo tiempo, el coste de financiación ha disminuido para las empresas, y el sector en su conjunto ha seguido financiándose en gran medida en los mercados, sustituyendo a la financiación bancaria.

Las entidades de crédito han proseguido con la reducción del tamaño de sus balances durante los últimos meses, pero siguen afrontando el reto de gestionar este ajuste al tiempo que aseguran la disponibilidad de crédito al sector no financiero. Para superarlo, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación para reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales de apoyo a la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 4 de febrero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La información más reciente también ha confirmado que la recuperación de la economía de la zona del euro está en curso, si bien es probable que se produzca de forma irregular. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010, en un entorno en el que persiste la incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, sosteniendo así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación 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.

Con relación a las políticas fiscales, los elevados niveles de déficit y de deuda pública representan una carga adicional para la política monetaria y desacreditan la función del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. Es sumamente importante que en los programas de estabilidad de todos los países de la zona del euro se definan claramente las estrategias de salida fiscal y de consolidación para el próximo período. Esto precisa esfuerzos

decididos, especialmente por parte de los países con elevados niveles de déficit y de deuda. De conformidad con el procedimiento de déficit excesivo, se exigirá a todos los países que cumplan sus compromisos. El saneamiento de las finanzas públicas deberá comenzar como muy tarde en 2011 y tendrá que superar ampliamente el ajuste anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Resulta necesario centrarse especialmente en la reforma del gasto. El 3 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno publicó una declaración sobre las medidas adicionales de consolidación fiscal anunciadas por el Gobierno griego.

Con el fin de reforzar el crecimiento sostenible y la creación de empleo, el reto más importante en todos los países de la zona del euro es acelerar las reformas estructurales. Deben adoptarse políticas que abran el acceso al mercado y aumenten la com-

petencia. En conjunto, es fundamental sentar las bases para la inversión a largo plazo en innovación, para que se creen nuevas oportunidades de negocio. Es el momento en que deberían suprimirse los planes de apoyo sectorial puestos en marcha para hacer frente a los efectos inmediatos de la crisis. En los mercados de trabajo, a fin de evitar que la tasa de desempleo estructural sea más elevada en los próximos años, se requiere moderación en la fijación de los salarios en varias economías y la suficiente flexibilidad de estos mercados. Estas reformas estructurales deberían verse respaldadas por una reestructuración apropiada del sector bancario. 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 sostenido y la estabilidad financiera.