

EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, confirmó en su reunión del 2 de diciembre de 2010 que el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es apropiado. En consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 4 de noviembre 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. Los datos económicos recientes son acordes con un impulso subyacente positivo de la recuperación, aunque la incertidumbre es elevada. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas. El Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación siguen 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 es esencial.

El Consejo de Gobierno decidió también el 2 de diciembre de 2010 continuar realizando las operaciones principales de financiación (OPF) y 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 tercer período de mantenimiento de 2011, el 12 de abril. Además, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se adjudicarán el 26 de enero, el 23 de febrero y el 30 de marzo de 2011, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones a tres meses se fijarán en la media de los tipos de interés aplicados a las OPF a lo largo de la respectiva OFPML.

En conjunto, la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación, la provisión de liquidez y las modalidades de

adjudicación se ajustarán cuando sea 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 llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

En cuanto al análisis económico, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras registrar un crecimiento excepcional del 1,0% en el segundo trimestre. Los últimos datos estadísticos publicados y la evidencia basada en encuestas recientes confirman que, en general, el impulso subyacente positivo de la recuperación económica en la zona del euro se mantiene. En consonancia con las expectativas anteriores, esto supone la continuación del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de este año. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir beneficiándose de una recuperación continuada de la economía mundial. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores atenúe la recuperación de la actividad.

Esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan el crecimiento interanual del PIB real entre el 1,6% y el 1,8% en 2010, entre el 0,7% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2010 elaboradas por los expertos del BCE, el intervalo para 2010 se ha reducido en alguna medida y se ha desplazado hacia el límite superior del intervalo de septiembre, mientras que el intervalo correspondiente a 2011 es ligeramente más estrecho. Las proyecciones de diciembre de 2010 de los expertos del Eurosistema están, en general, en consonancia con las previsiones de los organismos internacionales.



En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas se inclinan a la baja, en un entorno de incertidumbre todavía elevada. Por un lado, el crecimiento del comercio internacional podría continuar siendo más rápido de lo esperado, respaldando así las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, cabe señalar que el nivel de confianza empresarial en la zona del euro se mantiene relativamente elevado. Por otro lado, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Otros riesgos a la baja están relacionados con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Por lo que respecta 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 1,9% en noviembre, sin variación con respecto a octubre. En los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fluctuará en torno al nivel actual, antes de volver a moderarse a lo largo del próximo año. En general, se espera que en el futuro próximo las tasas de inflación se mantengan moderadas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Esta valoración está también en línea con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,7% en 2010, entre el 1,3% y el 2,3% en 2011 y entre el 0,7% y el 2,3% en 2012. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE publicadas en septiembre, el intervalo para 2010 se mantiene sin variación, mientras que el correspondiente a 2011 es ligeramente superior. Las previsiones de organismos internacionales actualmente disponibles reflejan una situación generalmente similar.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. 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. Al mismo tiempo, se espera que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sigan siendo moderados.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo prácticamente sin variación, situándose en el 1,0% en octubre, frente al 1,1% de septiembre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado aumentó hasta el 1,4% en octubre, desde el 1,2% del mes anterior. Por lo tanto, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos se mantuvo reducido, avalando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas.

La acusada pendiente de la curva de rendimientos ha seguido reduciéndose ligeramente, lo que supone una suavización gradual del efecto atenuante sobre M3 asociado a los desplazamientos de fondos de activos monetarios hacia activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3. La configuración de los tipos de interés también incluye una nueva ampliación del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 ha seguido moderándose y se situó en el 4,9% en octubre de 2010, frente al 6,2% de septiembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo sigue siendo cada vez menos negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado sigue ocultando el crecimiento positivo de los préstamos a hogares, del 2,9% en octubre frente al 2,8% de septiembre, y el creci-

miento todavía negativo de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el -0,6% en octubre, sin variación con respecto a septiembre. Al corregir por el impacto de la baja de préstamos de los balances, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras continuó reforzándose, lo que confirma una vez más que a principios de 2010 se produjo un punto de inflexión.

En los últimos meses, las entidades de crédito han estabilizado, en general, el tamaño de sus balances y han ampliado la concesión de crédito al sector privado. No obstante, el reto sigue siendo aumentar la disponibilidad de este crédito cuando repunte todavía más la demanda. Para superarlo, si fuese necesario, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar aún más sus bases de capital o 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. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 4 de noviembre 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. Los datos económicos recientes son acordes con un impulso subyacente positivo de la recuperación, aunque la incertidumbre es elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas. 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 de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación es esencial.

Por lo que se refiere a la política fiscal, aunque la evolución presupuestaria en algunos países de

la zona del euro es más favorable de lo esperado, en otros la preocupación en torno a posiciones fiscales insostenibles y su vulnerabilidad frente a reacciones adversas de los mercados sigue siendo muy elevada y ha tenido repercusión en toda la zona del euro. En este entorno, es claramente necesario que las autoridades responsables refuercen la confianza en unas finanzas públicas saneadas, reduciendo así las primas de riesgo en los tipos de interés y respaldando el crecimiento sostenido a medio plazo. Al mismo tiempo, todos los países de la zona del euro deberían establecer estrategias plurianuales de consolidación creíbles y ambiciosas y aplicar en su totalidad las medidas correctivas planificadas, centradas en el gasto. En sus presupuestos para 2011, los países deberán especificar de forma detallada las medidas de ajuste fiscal necesarias y estar preparados para corregir cualquier desviación de los objetivos fiscales anunciados.

Deberían aplicarse con celeridad reformas estructurales sustanciales y de gran alcance para mejorar las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible. Se precisan de forma especial reformas de gran calado en aquellos países que en el pasado han experimentado una pérdida de competitividad o que aún soportan déficits fiscales y exteriores elevados. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales contribuiría al proceso de ajuste de estas economías. El incremento de la competencia del mercado de productos, especialmente en la rama de los servicios, facilitaría también la reestructuración de la economía y estimularía la innovación y la adopción de nuevas tecnologías. Estas medidas son esenciales para fomentar el crecimiento de la productividad, uno de los principales motores del crecimiento a largo plazo. Todas 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 siguen siendo 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 para la estabilidad financiera.

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

las causas económicas y financieras subyacentes de 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 acoge con satisfacción el compromiso de las autoridades públicas irlandesas de adoptar las medidas adicionales que resulten convenientes para alcanzar los objetivos del programa.