



EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, confirmó en su reunión del 13 de enero de 2011 que el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE todavía sigue siendo apropiado. En consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 2 de diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, debido fundamentalmente a los precios de la energía, aunque ello por el momento no ha afectado a su valoración de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, la evolución de los precios justifica un seguimiento atento. Los datos económicos recientes son acordes con una dinámica subyacente positiva de la actividad económica, aun cuando la incertidumbre sigue siendo elevada. El análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían permanecer contenidas. En conjunto, 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.

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 según 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.

Por lo que respecta al análisis económico, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,3% en el tercer tri-

mestre de 2010, y los últimos datos estadísticos publicados y la evidencia basada en encuestas más reciente confirman que la dinámica subyacente positiva de la actividad económica en la zona del euro se mantuvo a finales de 2010. De cara a 2011, las exportaciones de la zona del euro deberían beneficiarse de una recuperación continuada de la economía mundial. Al mismo tiempo, y especialmente teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de confianza empresarial en la zona del euro, 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.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen inclinándose levemente 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. Asimismo, la sólida confianza empresarial podría respaldar la actividad económica interna en la zona del euro en mayor medida de lo esperado actualmente. 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.

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 2,2% en diciembre, frente al 1,9% registrado en noviembre. Esta tasa es ligeramente más elevada de lo esperado y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir aumentando temporalmente y

es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, debido principalmente a la evolución de los precios de las materias primas, antes de moderarse nuevamente hacia finales de año. En conjunto, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, en buena parte, de los precios mundiales de las materias primas. Aunque ello por el momento no ha afectado a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, la evolución de los precios merece un seguimiento muy atento. 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.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, aunque podrían desplazarse al alza. 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, y las presiones sobre los precios en la cadena de producción podrían seguir aumentando. Los riesgos a la baja están relacionados principalmente con el impacto sobre la inflación de un crecimiento posiblemente más reducido, dado que persiste la incertidumbre.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 1,9% en noviembre de 2010, frente al 0,9% de octubre. Este fuerte incremento está relacionado, en parte, con efectos de base y factores volátiles. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado también aumentó, situándose en el 2,0% en noviembre, desde el 1,5% de octubre. Al margen de los factores especiales presentes en noviembre, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos sigue

siendo reducido, corroborando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían mantenerse contenidas.

La configuración de los tipos de interés siguió causando un impacto significativo sobre el crecimiento de los agregados monetarios. En cuanto a los componentes de M3, los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo siguieron siendo superiores a los de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió moderándose y se situó en el 4,6% en noviembre de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo siguió volviéndose menos negativa. Al mismo tiempo, la curva de rendimientos ha vuelto a presentar recientemente una pendiente más acusada, lo que significa que el atractivo de los depósitos a corto plazo incluidos en M3 ha disminuido ligeramente en comparación con los activos a largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado siguió aumentando en noviembre, debido en parte a factores especiales. A nivel sectorial, este fortalecimiento refleja cada vez más la tendencia al alza del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el -0,1% en noviembre, tras el -0,5% registrado en octubre, confirmando una vez más que durante 2010 se produjo un punto de inflexión. El crecimiento de los préstamos a hogares se mantuvo más elevado, situándose en el 2,7% en noviembre, frente al 2,9% de octubre, pero los últimos datos apuntan a indicios de estabilización.

En los últimos meses, las entidades de crédito han ampliado la concesión de crédito al sector privado en un entorno en el que el tamaño total de sus balances se ha mantenido relativamente estable. 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 todavía 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 2 de diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, debido fundamentalmente a los precios de la energía, aunque ello por el momento no ha afectado a su valoración de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, la evolución de los precios justifica un seguimiento atento. Los datos económicos recientes son acordes con una dinámica subyacente positiva de la actividad económica, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían seguir contenidas. En conjunto, 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.

Por lo que se refiere a la política fiscal, en vista de la actual vulnerabilidad frente a reacciones adversas de los mercados, los países deben hacer todo lo posible para cumplir sus objetivos de déficit y situar firmemente los ratios de deuda pública en relación con el PIB en una trayectoria descendente. En este sentido, el Consejo de Gobierno toma nota de las medidas anunciadas recientemente en algunos países de la zona del euro para reducir sus desequilibrios presupuestarios, muy elevados. Si fuese necesario, habría que definir y aplicar rápidamente medidas correctivas adicionales, preferiblemente en lo que se refiere al gasto. Al mismo tiempo, todos los países de la zona del euro deberían estable-

cer estrategias plurianuales de consolidación creíbles y ambiciosas. Todo ello contribuirá a reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducir las primas de riesgo en los tipos de interés y mejorar las condiciones para un crecimiento sólido y sostenible. Cualquier evolución presupuestaria positiva que pudiera producirse, como reflejo de factores tales como un entorno económico más favorable de lo esperado, debería aprovecharse para avanzar con mayor prontitud hacia el saneamiento de las finanzas públicas.

Deberían aplicarse con celeridad reformas estructurales sustanciales y de gran alcance, como complemento del ajuste fiscal, 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 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 en el mercado de productos, especialmente en la rama de servicios, facilitaría también la reestructuración de la economía y estimularía la innovación. 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 las mejoras de la estructura del sector bancario necesarias. El saneamiento de los balances, la gestión efectiva del riesgo y unos modelos de negocio robustos y transparentes 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 sostenible y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primer artículo estudia la evolución reciente de los préstamos concedidos al sector privado y el segundo analiza las tendencias del producto potencial en la zona del euro. El tercer artículo examina las medidas adoptadas para reforzar la supervisión macroeconómica y financiera mundial en respuesta a la crisis financiera.