



EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, confirmó en su reunión celebrada el 3 de febrero de 2011 que el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado y, en consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde su reunión del 13 de enero de 2011, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencia de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de las materias primas, lo que no ha afectado hasta el momento a su valoración de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, mientras que la incertidumbre sigue siendo elevada. El análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían continuar contenidas. 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 sigue siendo esencial.

En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, y la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación de la política monetaria, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación 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 consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

En lo que se refiere al análisis económico, tras el incremento del 0,3% de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los datos estadísticos re-

cientes y los resultados de las últimas encuestas referidos al cuarto trimestre y a los primeros meses del año siguen confirmando el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. En cuanto al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían beneficiarse de la actual recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente alto de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir en mayor medida al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores modere la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas todavía se inclinan ligeramente a la baja, en un entorno en el que la incertidumbre sigue siendo elevada. Por una parte, el comercio internacional podría continuar creciendo más rápidamente de lo esperado, respaldando las exportaciones de la zona del euro. Además, la fortaleza de la confianza empresarial podría prestar un apoyo mayor de lo esperado actualmente a la actividad económica de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones observadas 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.

Respecto a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en enero de 2011 en el 2,4%, frente al 2,2% registrado en diciembre. Este incremento adicional se había previsto en términos generales y refleja principalmente la subida de los precios de la energía. En los próximos meses, las tasas de inflación podrían incrementarse temporalmente en mayor

medida, y probablemente se sitúen ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, moderándose posteriormente en los últimos meses del año. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencias de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de otras materias primas. Dicha presión también puede apreciarse en las primeras fases del proceso de producción. Esta situación no ha afectado por el momento a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Las expectativas de inflación a medio y a 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.

Los riesgos para las perspectivas a medio plazo para la evolución de los precios siguen, en general, equilibrados, aunque, como se indicó en enero, podrían situarse al alza. En este momento, los riesgos alcistas 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 lo esperado actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años, y las presiones sobre los precios en la cadena de producción podrían incrementarse en mayor medida. Los riesgos bajistas están relacionados sobre todo con el impacto sobre la inflación de un potencial menor crecimiento, en vista de la actual incertidumbre.

Por lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,7% en diciembre de 2010, desde el 2,1% registrado en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado también disminuyó, aunque ligeramente, situándose en diciembre en el 1,9%, frente al 2,0% observado en noviembre. Estos descensos obedecen en parte a la corrección de factores especiales registra-

dos en noviembre y no son indicativos de un debilitamiento general de la dinámica monetaria. Por lo tanto, en conjunto, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos sigue siendo reducido, confirmando la evaluación de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían mantenerse contenidas.

Considerando los componentes de M3, el crecimiento interanual de M1 siguió moderándose hasta el 4,4% en diciembre de 2010, como reflejo de la baja remuneración general de los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la pendiente de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar ligeramente, mostrando que el atractivo de los instrumentos a corto plazo incluidos en M3 continúa descendiendo en comparación con instrumentos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado ha seguido ocultando diferencias en la magnitud del crecimiento observado en los distintos sectores. El crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras fue del -0,2% en diciembre, tras el -0,1% registrado el mes anterior, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares ascendió hasta situarse en el 3,0% en diciembre, desde el 2,8% registrado en noviembre. Teniendo en cuenta los efectos de las bajas de préstamos de los balances bancarios y haciendo abstracción de la volatilidad a corto plazo, los últimos datos confirman un fortalecimiento gradual y continuado del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero.

Al mismo tiempo, los últimos datos apuntan a que, en general, el tamaño de los balances de las entidades de crédito ha vuelto a contraerse, tras la expansión registrada durante la mayor parte de 2010, debido principalmente a un descenso de los préstamos entre entidades. Resulta importante que las entidades 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, recurran

al mercado para reforzar sus bases de capital y aprovechen plenamente 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 información y los análisis disponibles desde su reunión del 13 de enero de 2011, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencia de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de las materias primas. Esta situación no ha afectado hasta el momento a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, 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 y a largo plazo deberían continuar contenidas. 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 sigue siendo esencial.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, es imprescindible que todos los Gobiernos apliquen plenamente sus respectivos planes de consolidación fiscal en 2011. En los casos en que resulte necesario, deben aplicarse sin demora medidas correctoras adicionales, a fin de garantizar el progreso hacia la sostenibilidad presupuestaria. En los años posteriores a 2011, los países tendrán que especificar medidas concretas de política en sus programas de ajuste plurianuales a fin de reforzar la credibilidad

de sus objetivos de saneamiento presupuestario. La experiencia demuestra que la contención del gasto es un paso importante para lograr y mantener unas finanzas públicas saneadas, especialmente cuando está recogido en disposiciones nacionales vinculantes. Este compromiso contribuye a reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reduce las primas de riesgo de tipo de interés y mejora las condiciones necesarias para un crecimiento sólido y sostenido. La aplicación de políticas creíbles resulta imprescindible, considerando las actuales presiones en los mercados financieros

Deberían aplicarse con urgencia reformas estructurales sustanciales y de gran alcance, que complementen el ajuste fiscal, a fin de mejorar las perspectivas de un aumento sostenible del crecimiento y del empleo. Se necesitan reformas importantes especialmente en aquellos países que han experimentado una pérdida de competitividad en el pasado o que presentan déficits presupuestarios y exteriores elevados. Un incremento de la competencia en el mercado de productos y una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo representarían un respaldo adicional del proceso de ajuste de la economía. Estas reformas estructurales deberían estar apoyadas por las mejoras necesarias de la estructura del sector bancario. El saneamiento de los balances, la gestión efectiva 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 garantizar un acceso adecuado a la financiación, creando las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza la evolución reciente de las expectativas de inflación en la zona del euro. En el segundo artículo se examina el contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera.