



EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, decidió en su reunión celebrada el 3 de marzo de 2011 mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde su reunión del 3 de febrero de 2011 indica un aumento de la inflación debido, en gran parte, al incremento de los precios de las materias primas. El análisis económico indica que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son alcistas, mientras que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. 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. La orientación actual de la política monetaria, muy acomodaticia, presta un fuerte apoyo a la actividad económica. Es fundamental que el reciente aumento de la inflación no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Resulta esencial mantener una extrema vigilancia a fin de contener los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue dispuesto a actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Es esencial que las expectativas de inflación continúen firmemente ancladas.

El Consejo de Gobierno decidió también 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 sexto período de mantenimiento de 2011, el 12 de julio. Además, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se adjudicarán el 27 de abril, el 25 de mayo y el 29 de junio 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 de las OPF a lo largo de la respectiva OFPML.

Como se ha mencionado con anterioridad, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudica-

ción 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 lo que se refiere al análisis económico, tras el crecimiento del 0,3% intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el tercer y cuarto trimestres de 2010, los datos estadísticos recientes y los resultados de las últimas encuestas siguen confirmando el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro en los primeros meses de 2011. En cuanto al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían seguir viéndose respaldadas por 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, beneficiada por la orientación de la política monetaria, muy acomodaticia, 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 en cierta medida la recuperación de la actividad.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que estiman que el crecimiento interanual del PIB real se situará en un intervalo entre el 1,3% y el 2,1% en 2011, y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2010 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el límite inferior de estos intervalos se ha desplazado al alza, lo que refleja mejores perspectivas para la economía mundial —y, por tanto, para las exportaciones de la zona del euro—, así como para la demanda interna. Las proyecciones de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE están, en general, en consonancia con las previsiones de las instituciones internacionales.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados, en un contexto de elevada incertidumbre. Por una parte, el crecimiento del comercio internacional podría continuar aumentando más rápidamente de lo esperado, lo que respaldaría 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 interna de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro; también están asociados con nuevos incrementos de los precios de las materias primas —particularmente en vista de la intensificación de las tensiones geopolíticas— y con las presiones proteccionistas y 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 febrero de 2011 en el 2,4%, frente al 2,3% registrado en enero. Este incremento de las tasas de inflación en los primeros meses de 2011 refleja en gran medida el aumento de los precios de las materias primas. La presión procedente de los acusados incrementos de los precios de la energía y los alimentos también puede apreciarse en las primeras fases del proceso de producción. Es imprescindible que el alza de la inflación medida por el IAPC no produzca efectos de segunda vuelta y, por tanto, dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo deben seguir firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe entre el 2,0% y el 2,6% para 2011, y entre el 1,0% y el 2,4% para 2012. En comparación con las proyecciones ma-

croeconómicas de diciembre de 2010 de los expertos del Eurosistema, los intervalos de la inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, fundamentalmente debido al considerable encarecimiento de la energía y los alimentos. Cabe señalar que las proyecciones se basan en los precios de los futuros de las materias primas registrados a mediados de febrero de 2011 y, por consiguiente, no tienen en cuenta los últimos incrementos del precio del petróleo. Asimismo, conviene subrayar que las proyecciones se basan en un escenario en el que se mantiene la evolución moderada de la fijación de precios y salarios.

Existen riesgos al alza para la evolución de los precios a medio plazo relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en 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. Por último, los riesgos también tienen relación con presiones más fuertes de lo esperado sobre los precios internos en el contexto de la actual recuperación de la actividad. El comportamiento de los agentes en la fijación de precios y salarios no debe llevar a que el alza de los precios de las materias primas resulte en efectos generalizados de segunda vuelta.

Por lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,5% en enero de 2011, desde el 1,7% registrado en diciembre de 2010, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 2,4% en enero, desde el 1,9% registrado en diciembre. Al margen de los movimientos en determinados meses y los efectos generados por factores especiales, las tendencias constatadas en el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos confirman la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado, y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían mantenerse contenidas. Al mismo tiempo, hasta el momento, el bajo nivel del crecimiento monetario y crediticio ha producido una dismi-

nución tan solo parcial de las grandes cantidades de liquidez monetaria acumulada en la economía con anterioridad al período de tensiones financieras. Dicha liquidez puede facilitar la acomodación de las presiones sobre los precios que actualmente están surgiendo en los mercados de materias primas como resultado de la fortaleza del crecimiento económico y de la amplitud de la liquidez a nivel mundial.

Considerando los componentes de M3, el crecimiento interanual de M1 siguió moderándose hasta el 3,2% en enero de 2011, como reflejo de la baja remuneración general de los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la pendiente positiva de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar ligeramente en los primeros meses del año, 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.

Del lado de las contrapartidas, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado en enero fue reflejo del aumento del crédito a los hogares y a las sociedades no financieras. El crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se hizo positivo, pasando del -0,2% registrado en diciembre al 0,4% en enero, mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares siguió aumentando, registrando un alza del 3,1%, en comparación con el 2,9% de diciembre. En conjunto, los préstamos al sector privado no financiero se han fortalecido gradualmente en los últimos trimestres, a medida que la recuperación económica ha ido cobrando impulso.

Asimismo, los datos más recientes confirman que los bancos han seguido incrementando sus préstamos a la economía de la zona del euro, al tiempo que han mantenido el tamaño total de sus balances prácticamente sin cambios. 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 distri-

buyan beneficios, recurran al mercado para reforzar sus bases de capital y aprovechen plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización. En particular, las entidades que actualmente tienen un acceso limitado a la financiación en los mercados necesitan con urgencia ampliar su capital y mejorar su eficiencia.

En resumen, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde su reunión del 3 de febrero de 2011 indica un aumento de la inflación debido, en gran parte, al incremento de los precios de las materias primas. El análisis económico indica que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son alcistas, mientras que el contraste con los resultados del análisis monetario indica que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. 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. La actual orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria supone un estímulo considerable para la actividad económica. Es fundamental que el reciente aumento de la inflación no dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas a medio plazo. Resulta esencial mantener una extrema vigilancia a fin de contener los riesgos alcistas para la estabilidad de precios. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue dispuesto a actuar con firmeza y en el momento oportuno para garantizar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Es esencial que las expectativas de inflación continúen firmemente ancladas.

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 ambiciosas y concretas de política en sus programas de ajuste plurianuales a fin de reforzar la credibilidad de sus objetivos de saneamiento

presupuestario, que consisten en garantizar una corrección rápida de los déficits excesivos y regresar a situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. Reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas es crucial, puesto que reducirá las primas del riesgo de tipo de interés y mejorará las condiciones necesarias para un crecimiento sólido y sostenido.

Al mismo tiempo, para reforzar el potencial de crecimiento, la competitividad y la flexibilidad de la zona del euro, resulta crucial que se apliquen reformas estructurales sustanciales y de gran alcance. En el caso de los mercados de productos, conviene continuar aplicando políticas que fomenten, en particular, la competencia y la innovación. En el mercado de trabajo, la prioridad debe ser mejorar la flexibilidad salarial y los incentivos al trabajo, y suprimir las rigideces del mercado de trabajo.

La actual crisis de la deuda soberana en la zona del euro ha puesto de relieve la necesidad de una

reforma ambiciosa del marco de gobernanza económica de la zona del euro. El Consejo de Gobierno estima que las propuestas legislativas que ha presentado la Comisión Europea contribuyen en alguna medida a mejorar la vigilancia económica y presupuestaria de la zona del euro. No obstante, no llegan a constituir el salto cualitativo en la vigilancia de la zona del euro necesario para garantizar el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Tal y como se recoge en el dictamen del BCE de 17 de febrero de 2011 sobre dichas propuestas, para asegurar una verdadera efectividad del nuevo marco a largo plazo se necesitan requisitos más estrictos, más automatismo en los procedimientos y dirigir más la atención a los países más vulnerables que presenten pérdidas de competitividad.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo que presenta los elementos esenciales de la reforma de la gobernanza económica en la zona del euro.