



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Si bien la inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, se espera que las tasas de inflación desciendan durante 2012, situándose por debajo del 2%. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Tras la decisión de este mes, la inflación debería mantenerse en niveles acordes con la estabilidad de precios durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Debido a sus efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación y la confianza, es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro hasta después del segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen estando sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre e intensos riesgos a la baja. Algunos riesgos se han venido materializando, por lo que es muy probable que las previsiones y proyecciones para el crecimiento medio del PIB real en 2012 se revisen significativamente a la baja. En este contexto, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro, y la decisión adoptada el 3 de noviembre por el Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE tiene en cuenta este factor. En conjunto, para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se mantendrán para garantizar que las entidades

de crédito de la zona del euro no tengan dificultades de liquidez. Todas las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Por lo que se refiere al análisis económico, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2% intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se aprecian señales de que algunos riesgos a la baja identificados anteriormente se han venido materializando, como refleja la información desfavorable procedente de los datos de encuestas. Respecto al futuro, diversos factores parecen estar debilitando el dinamismo subyacente de la zona del euro, entre ellos, una moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos desfavorables para las condiciones de financiación y la confianza derivados de las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se beneficie de la continuación del crecimiento positivo de las economías emergentes, de los bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro se confirman en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Estos riesgos están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y a nivel mundial, así como con la posibilidad de un mayor contagio de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Hay también riesgos a la baja asociados con el impacto de los precios todavía altos de la energía, con las 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 octubre de 2011 en el 3 %, sin variación respecto de septiembre. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales del año pasado, impulsadas, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. Es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante los próximos meses, y que posteriormente se sitúen por debajo del 2 % durante 2012. Se espera que las tasas de inflación se mantengan en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Esta evolución refleja la expectativa de que, en un contexto de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones de los precios, costes y salarios se moderen también en la zona del euro.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados, teniendo en cuenta también su decisión adoptada el 3 de noviembre de 2011 de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con la posibilidad de incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Sin embargo, en la situación actual, las presiones inflacionistas deberían disminuir. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y en el resto del mundo. De hecho, si se mantuviera, la debilidad del crecimiento económico podría reducir las presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro.

En lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en septiembre de 2011 en el 3,1 %, frente al 2,7 % registrado en agosto. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos, se situó en el 2,7 % en septiembre, sin variación respecto de agosto. Al igual que en agosto, los flujos hacia M3 reflejan

asimismo la intensificación de las tensiones en algunos mercados financieros. En particular, los flujos de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario y en cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central parecen haber influido significativamente en la evolución monetaria en septiembre. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 2,0 % en septiembre, desde el 1,7 % de agosto.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares en septiembre, ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos, se mantuvo prácticamente sin variación respecto a agosto, en el 2,2 % y el 2,6 %, respectivamente. Estas cifras no indican que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros haya afectado a la oferta de crédito hasta septiembre. No obstante, como estos efectos pueden manifestarse con desfases, procede examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo. Si se adopta una perspectiva adecuada a medio plazo y se considera la volatilidad a corto plazo, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio y de los préstamos se ha estabilizado durante los últimos meses. En conjunto, el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

El tamaño total de los balances de las instituciones financieras monetarias ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses. La solidez de los balances de las entidades de crédito será determinante para reducir la posible espiral de reacciones adversas a las tensiones en los mercados financieros y facilitar así una provisión adecuada de crédito a la economía a lo largo del tiempo. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el acuerdo del Consejo Europeo de 26 de octubre de exigir a las entidades de crédito que aumenten su coeficiente de capital hasta llegar al 9 % del capital principal (tier 1) a final de junio de 2012 a más tardar, y apoya plenamente, además, el llamamiento a los supervisores nacionales para que velen por que los planes de recapitalización de las entidades de crédito no conduzcan a un desapalancamiento excesivo.

En síntesis, en su reunión del 3 de noviembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Si bien la inflación ha seguido siendo elevada y es probable que se mantenga por encima del 2 % durante los próximos meses, se espera que las tasas de inflación descendan durante 2012, situándose por debajo del 2 %. Al realizar el contraste con la información procedente del análisis monetario se confirma que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Tras la decisión de este mes, la inflación debería mantenerse en niveles acordes con la estabilidad de precios durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Debido a sus efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación y la confianza, es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro en el segundo semestre de este año y los primeros meses del siguiente. Las perspectivas económicas siguen estando sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y mayores riesgos a la baja. Algunos riesgos se han venido materializando, por lo que es muy probable que las previsiones y proyecciones para el crecimiento medio del PIB real en 2012 se revisen significativamente a la baja. En este contexto, también deberían moderarse las presiones de los precios, costes y salarios en la zona del euro, y la decisión adoptada el 3 de noviembre por el Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos tiene en cuenta este factor. En conjunto, para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

En cuanto a las políticas fiscales, todos los Gobiernos de la zona del euro deben demostrar su determinación inflexible de cumplir plenamente sus

respectivos compromisos en relación con su deuda soberana como factor decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El Consejo de Gobierno toma nota de los compromisos fiscales formulados en la declaración de la cumbre del euro del 26 de octubre de 2011 y apremia a todos los Gobiernos para que apliquen plenamente lo antes posible las medidas necesarias para lograr el saneamiento presupuestario y sistemas de pensiones sostenibles, así como para que mejoren la gobernanza económica. Los Gobiernos de países sujetos a programas de ajuste conjuntos de la UE y el FMI o de países especialmente vulnerables deben estar en disposición de adoptar cualesquiera otras medidas que resulten necesarias.

Es esencial que el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales se acometan conjuntamente para reforzar la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno pide a todos los Gobiernos de la zona del euro que aceleren urgentemente la aplicación de reformas estructurales sustanciales y amplias. Estas reformas contribuirán a incrementar la competitividad y a reforzar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de las economías de los países de la zona del euro. En este sentido, son imprescindibles las reformas del mercado de trabajo, que deben centrarse en medidas que eliminen sus rigideces y aumenten la flexibilidad salarial, de modo que los salarios y las condiciones laborales puedan adaptarse a las necesidades específicas de las empresas. En general, en estos tiempos difíciles, es esencial la moderación tanto de los márgenes de beneficio como de los salarios. Estas medidas deberían venir acompañadas de reformas estructurales dirigidas a incrementar la competencia en los mercados de productos, particularmente en los servicios —incluyendo la liberalización de las profesiones de acceso restringido—, y, en los casos en que resulte apropiado, la privatización de los servicios suministrados actualmente por el sector público. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno subraya la necesidad absoluta de que las autoridades nacionales de la zona del euro adopten y apliquen con urgencia las medidas anunciadas y recomendadas en la declaración de la cumbre del euro del 26 de octubre de 2011.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos. El segundo artículo trata sobre la evolución reciente de

los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y el estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria.