



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 12 de enero de 2012, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, tras las bajadas de 25 puntos básicos decididas el 3 de noviembre y el 8 de diciembre de 2011. La información disponible desde principios de diciembre confirma en líneas generales la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de esa tasa. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. De acuerdo con lo esperado, las tensiones existentes en los mercados financieros continúan frenando la actividad económica de la zona del euro, mientras, según algunos indicadores procedentes de las encuestas, existen algunos primeros indicios de estabilización de la actividad a niveles bajos. Las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas y la evolución de las tasas de inflación debería ser acorde con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En conjunto, para la política monetaria es 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. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación del Eurosistema se mantendrán a fin de prestar apoyo a las entidades de crédito de la zona del euro y, así, a la financiación de la economía real. El amplio recurso a la primera operación de financiación a tres años indica que las medidas no convencionales de política monetaria del BCE representan una

notable contribución a la mejora de la financiación de las entidades de crédito y, por tanto, un apoyo a las condiciones de financiación y a la confianza. Asimismo, el Eurosistema está trabajando activamente en la aplicación de todas las medidas anunciadas el 8 de diciembre, que deberían constituir un respaldo adicional a la economía. Como se ha manifestado en anteriores ocasiones, todas las medidas no convencionales de política monetaria son de naturaleza temporal.

En lo que se refiere al análisis económico, en el tercer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro creció a una tasa intertrimestral del 0,1%. Actualmente, diversos factores parecen estar afectando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro, entre ellos, la moderación del ritmo de crecimiento de la demanda mundial y la debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se vea afectada por las actuales tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como por el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se recupere durante 2012, si bien muy gradualmente, apoyada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés a corto plazo muy bajos, y las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

Conforme a la valoración del Consejo de Gobierno, siguen existiendo considerables riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro en un contexto de gran incertidumbre. Estos riesgos a la baja están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. También están relacionadas con la economía mundial las presiones proteccionistas y 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 diciembre de 2011 en el 2,8%, frente al 3,0% registrado en los tres meses anteriores. Este descenso se había previsto y refleja un efecto de base a la baja relacionado con los precios de la energía. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales de 2010, impulsadas principalmente por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas, y es probable que se mantengan por encima del 2% durante los próximos meses antes de descender por debajo de dicha tasa. 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 subyacentes de los costes, salarios y precios se mantengan moderadas 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. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y a posibles aumentos de los precios de las materias primas. 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.

En lo que concierne al análisis monetario, desde una perspectiva adecuada a medio plazo, la tasa de crecimiento monetario subyacente sigue siendo moderada. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,0% en noviembre de 2011, frente al 2,6% registrado en octubre. Como en los tres meses anteriores, la evolución monetaria se vio afectada en noviembre por el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos, descendió hasta el 1,9% en noviembre, frente al 3,0% de octubre. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares, ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos, se moderó en ambos casos en noviembre, situán-

dose, respectivamente, en el 1,8% y en el 2,3%, y se observaron flujos mensuales ligeramente negativos en los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras. En general, a pesar de la moderación del crecimiento de los préstamos, las cifras de préstamos no indican hasta el momento que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros se haya traducido en una reducción notable del crédito en el conjunto de la zona del euro en el período hasta noviembre. Al mismo tiempo, como los efectos en la oferta de crédito pueden manifestarse con desfases, procede examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo.

La solidez de los balances de las entidades de crédito, respaldada por el incremento de los coeficientes de capital, será determinante para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía a lo largo del tiempo. Es esencial que la aplicación de los planes de recapitalización de las entidades de crédito no tenga consecuencias negativas para la financiación de la actividad económica en la zona del euro.

En síntesis, la información disponible confirma en líneas generales la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de dicha tasa. De acuerdo con lo esperado, las actuales tensiones en los mercados financieros continúan frenando la actividad económica de la zona del euro, mientras, según algunos indicadores procedentes de las encuestas, existen algunos primeros indicios de estabilización de la actividad a niveles bajos. Las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas y la evolución de las tasas de inflación debería ser acorde con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. El contraste efectuado con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama, en el que el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

En cuanto a las políticas fiscales, los Gobiernos de la zona del euro han de hacer todo lo posible por apoyar la sostenibilidad fiscal corrigiendo los déficits excesivos de acuerdo con los calendarios acordados y acercándose al objetivo de alcanzar saldos presupuestarios estructurales equilibrados o superávit a medio plazo. Las desviaciones en la aplicación de los planes de saneamiento de las finanzas públicas en los países vulnerables deben corregirse con rapidez mediante mejoras fiscales estructurales. En lo que se refiere a las nuevas disposiciones del marco de gobernanza económica de la UE que ha entrado recientemente en vigor, resulta imprescindible que todos sus elementos se apliquen de forma rigurosa. Las medidas ambiciosas dirigidas a prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos y presupuestarios constituyen el único medio para fomentar la confianza del público en la solidez de las políticas y reforzar con ello la confianza general de la economía.

El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el acuerdo del Consejo Europeo de avanzar hacia una unión económica más fuerte, anunciado el 9 de diciembre de 2011. El nuevo pacto fiscal que comprende una reafirmación fundamental de las reglas fiscales, además de los compromisos fiscales asumidos por los Gobiernos de la zona del euro, constituye una contribución importante para la garantía a largo plazo de la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países de la zona del euro. La formulación de las disposiciones ha de ser efectiva y no contener ambigüedades. El desarrollo adicional de los instrumentos de la estabilidad financiera europea debería reforzar la efectividad de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y del Mecanismo Europeo

de Estabilidad. Ahora se necesita urgentemente la rápida puesta en marcha de dichos instrumentos. En lo que respecta a la participación del sector privado en la ayuda financiera para países endeudados, el Consejo de Gobierno se congratula de la confirmación de que las decisiones adoptadas el 21 de julio y el 26 y el 27 de octubre de 2011 en relación con la deuda de Grecia son únicas y excepcionales.

El Consejo de Gobierno pide que, además de sanear las finanzas públicas, se lleven a cabo urgentemente reformas estructurales decididas y ambiciosas. El saneamiento presupuestario, unido a las reformas estructurales, reforzaría la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Es preciso llevar a cabo rápidamente reformas fundamentales que ayuden a los países de la zona del euro a mejorar su competitividad y a incrementar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de sus economías. Las reformas de los mercados de productos deben centrarse en abrir plenamente estos mercados a una competencia más intensa. Las reformas de los mercados de trabajo deben centrarse en eliminar rigideces y aumentar la flexibilidad salarial.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza el papel y el cambio de patrones de la intermediación financiera en la zona del euro y examina las implicaciones para la ejecución del análisis monetario. En el segundo artículo se presenta una visión del mercado y de los principios y las características económicas de los pagos con tarjeta y se identifican áreas que es necesario abordar para lograr un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado.