



EDITORIAL

En su reunión del 9 de febrero, 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. La información disponible desde mediados de enero 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. Los indicadores de las encuestas disponibles confirman unos primeros indicios de estabilización de la actividad económica a niveles bajos hacia el final del año, pero las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a riesgos a la baja. El ritmo subyacente de expansión monetaria sigue siendo moderado. En los próximos meses es esencial que la política monetaria mantenga la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, garantizando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Este anclaje es 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.

Por medio de sus medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno continuará apoyando el funcionamiento del sector financiero de la zona del euro y, con ello, la financiación de la economía real. Desde que en diciembre de 2011 se efectuó la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, el Consejo de Gobierno ha aprobado medidas específicas sobre criterios nacionales de admisibilidad y medidas de control de riesgos para que en ciertos países puedan aceptarse temporalmente otros créditos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, lo que contribuirá a aumentar los activos de garantía disponibles¹. El coeficiente de reservas se redujo al comienzo del actual período de mantenimiento el 18 de enero de 2012, lo que liberó más activos de garantía. Como se ha manifestado en anteriores ocasiones, todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal.

En cuanto al análisis económico, es probable que el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2011 haya sido muy débil. Los datos de las encuestas sobre los dos últimos meses muestran primeros indicios de estabilización de la actividad económica a niveles bajos. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma muy gradual durante 2012. Dicha economía cuenta con el respaldo de unos tipos de interés a corto plazo muy bajos y de las diversas medidas adoptadas para promover el correcto funcionamiento del sector financiero de la zona del euro. Además, han disminuido las tensiones en los mercados financieros, no solo como resultado de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, sino también a consecuencia de los avances hacia un marco reforzado de gobernanza económica de la zona del euro y de la intensificación de las medidas de saneamiento de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el débil crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que aún persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos en las condiciones del crédito, así como el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero, siguen debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro.

Estas perspectivas están sujetas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona, y relacionados también con una posible evolución adversa de la economía mundial, incrementos de los precios de las materias primas mayores de lo esperado, presiones protectionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en enero de 2012 en el 2,7 %, sin variación respecto de diciembre. La tasa media de inflación en 2011 fue del 2,7 %, impulsada

¹ Para más información, véase la nota de prensa de 9 de febrero de 2012: «El Consejo de Gobierno del BCE aprueba criterios de admisibilidad para otros créditos».

principalmente por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. Es probable que la inflación se mantenga 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 debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes de los precios se mantengan moderadas en la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados con aumentos de los impuestos indirectos y los precios administrados mayores de lo esperado, así como con aumentos de los precios de las materias primas, mientras que 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.

El análisis monetario indica que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,6 % en diciembre de 2011, frente al 2,0 % registrado en noviembre, lo que refleja una moderación adicional de la dinámica monetaria hacia el final del año.

El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a sociedades no financieras y a hogares, ajustado de ventas y titulaciones de préstamos, también volvió a reducirse en diciembre, situándose en tasas del 1,2 % y del 1,9 %, respectivamente. El volumen de los préstamos de instituciones financieras monetarias (IFM) a ambos sectores, muy especialmente al de las sociedades no financieras, descendió en diciembre. Además, hay indicios de que las condiciones de concesión de préstamos bancarios se endurecieron aún más, afectando a la oferta de crédito en varios países de la zona del euro a finales de 2011. Aún no es posible extraer conclusiones definitivas de estos datos, sobre todo porque la primera OFPML a tres años todavía está dejando sentir sus efectos en la financiación bancaria y puede que estos no se hayan reflejado plenamente en la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente. Por otra parte, otras medidas de política monetaria

no convencionales anunciadas en diciembre aún no se han aplicado. En consecuencia, es esencial examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo.

La solidez de los balances de las entidades de crédito 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 resumen, el análisis económico indica que las presiones subyacentes de los precios se mantendrán moderadas y que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo son, en general, equilibrados. El contraste efectuado con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama.

Combinar la disciplina fiscal con reformas estructurales es fundamental para reforzar la confianza y proporcionar un entorno favorable al crecimiento sostenible. En cuanto a las políticas fiscales, todos los Gobiernos de la zona del euro deben seguir haciendo todo lo posible por asegurar la sostenibilidad fiscal. Es esencial que todos los países cumplan sus objetivos fiscales anunciados para 2012. Ello contribuirá a anclar las expectativas de unas políticas fiscales adecuadas y a fortalecer la confianza. Tanto a nivel de la UE como de los ordenamientos jurídicos de diversos Estados miembros, se están reforzando las normas relativas a la definición y aplicación de las políticas fiscales nacionales. Estas normas son pasos importantes en la dirección correcta. Por lo que respecta a las reformas estructurales, son esenciales para mejorar la capacidad de ajuste y la competitividad de los países de la zona del euro y reforzar así las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. En especial, deben aplicarse reformas ambiciosas y de gran alcance que fomenten la competencia en los mercados de productos, sobre todo en los servicios, y, al mismo tiempo, reducirse las rigideces de los mercados de trabajo y mejorarse la flexibilidad salarial.

Esta edición del Boletín Mensual contiene tres artículos: el primero analiza los patrones de crecimiento del dinero y del crédito en torno a crisis económicas y financieras pasadas; el segundo describe la evolución de los ratios de endeudamiento

de las sociedades no financieras de la zona del euro, y el tercero analiza la función de la zona del euro en la financiación transfronteriza a escala mundial antes y después de la crisis financiera mundial.