



EDITORIAL

En su reunión del 8 de noviembre, 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. Debido a los elevados precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro, se prevé que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante el resto de 2012, y que se sitúen por debajo de ese nivel durante el año próximo y se mantengan en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En consonancia con este panorama, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación en la zona del euro permanecen firmemente ancladas, en conformidad con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Se prevé que la actividad económica en la zona del euro continúe siendo débil, aunque sigue estando apoyada por la orientación de política monetaria del Consejo de Gobierno y la confianza de los mercados financieros ha mejorado visiblemente a raíz de sus decisiones relativas a las operaciones monetarias de compraventa (OMC). Al mismo tiempo, el necesario proceso de ajuste de los balances en partes importantes de los sectores financiero y no financiero, así como la elevada incertidumbre, siguen pesando sobre las perspectivas económicas. Es esencial que los Gobiernos fortalezcan la confianza mediante la aplicación decidida de las medidas necesarias para reducir los desequilibrios presupuestarios y estructurales y avancen en la reestructuración del sector financiero.

El Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de preservar el carácter único de su política monetaria y garantizar la transmisión adecuada de su orientación a la economía real en el conjunto de la zona del euro. Está preparado para ejecutar OMC, que ayudarán a evitar escenarios extremos, reduciendo claramente la preocupación por la materialización de factores destructivos.

En lo que respecta al análisis económico, la tasa intertrimestral del PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2 % en el segundo trimestre de 2012, tras

registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. En relación con el segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles siguen apuntando a una actividad débil. Aunque los datos de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio/agosto, los datos de las encuestas más recientes relativas al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año.

De cara al próximo año, se prevé que el ritmo de crecimiento siga siendo débil. Aunque sigue estando respaldado por las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE, el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación mundial seguirán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 2,5 % en octubre de 2012, frente al 2,6 % registrado en septiembre y agosto. Considerando los actuales precios de los futuros del petróleo, las tasas de inflación podrían mantenerse en niveles elevados y descender nuevamente por debajo del 2 % durante el año próximo. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas. Por tanto, los actuales niveles de inflación deberían seguir teniendo carácter transitorio. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de los costes, los salarios y los precios.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, mientras que los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, en caso de un recrudecimiento de las tensiones

en los mercados financieros, y sus repercusiones en los componentes internos de la inflación.

Por lo que se refiere al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,7% en septiembre, desde el 2,8% observado en agosto. Las salidas mensuales de M3 reflejaron en cierta medida la reversión de los desplazamientos de cartera hacia los componentes más líquidos de M3. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo hasta el 5,0% en septiembre, desde el 5,2% registrado en agosto. Al mismo tiempo, se observó un fortalecimiento de la base de depósitos de las entidades de crédito en algunos países con problemas, en un contexto de mejora de la confianza de los inversores en la zona del euro.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulaciones de préstamos) siguió descendiendo en septiembre hasta el -0,4%, desde el -0,2% registrado en agosto. Esta evolución se debió principalmente a las nuevas amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, que dieron lugar a una variación interanual de esos préstamos del -1,2%, frente al -0,5% observado en agosto. El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se mantuvo sin cambios en el 0,9% en septiembre. En gran medida, la moderación de la dinámica de los préstamos refleja la debilidad de las perspectivas para el PIB, una mayor aversión al riesgo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual influye negativamente en la demanda de crédito. Al mismo tiempo, en algunos países de la zona del euro, la segmentación de los mercados financieros y las restricciones sobre el capital de las entidades de crédito limitan la oferta de crédito. Los recientes resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del tercer trimestre de 2012 respaldan esta valoración.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como

para normalizar todos los canales de financiación, contribuyendo con ello a una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los sectores no financieros de los distintos países de la zona del euro. Por tanto, es esencial que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con la estabilidad de estos a medio plazo. El contraste efectuado con las señales del análisis monetario confirma este panorama.

Otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones significativas para garantizar una mayor estabilización de los mercados financieros y una mejora de las perspectivas de crecimiento. Las reformas estructurales son esenciales para impulsar el potencial de crecimiento de los países de la zona del euro y aumentar el empleo. También deben adoptarse políticas orientadas a aumentar la capacidad de ajuste de las economías de la zona del euro a fin de completar el actual proceso de corrección de los desequilibrios existentes. Aunque se están logrando progresos visibles en la corrección de los costes laborales unitarios y los desequilibrios por cuenta corriente, se necesitan nuevas medidas para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y la movilidad laboral en toda la zona del euro. Además, estas medidas estructurales complementarían y reforzarían el saneamiento presupuestario y la sostenibilidad de la deuda. En lo que respecta a las políticas fiscales, existen indicios claros de que los esfuerzos de saneamiento en los países de la zona del euro están dando resultados. Es esencial que se mantengan los esfuerzos para restablecer posiciones presupuestarias saneadas, en línea con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y las recomendaciones del Semestre Europeo 2012. El pleno acatamiento del marco de gobernanza fiscal y económica reforzado de la UE, incluida la rápida aplicación del pacto fiscal, enviará una señal clara a los mercados y fortalecerá la confianza en la solidez de las finanzas públicas.

El Consejo de Gobierno toma nota de las conclusiones del Consejo Europeo sobre el logro de la Unión Económica y Monetaria, aprobadas el 18 de octubre de 2012. En el contexto de las medidas para alcanzar un marco financiero integrado, el Consejo de Gobierno acoge con especial satisfacción el objetivo de acordar el marco legislativo de un mecanismo único de supervisión antes del 1 de enero de 2013 a fin de que esté operativo en el transcurso de 2013.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examina la evolución de los diferenciales de inflación en la zona del euro durante el último decenio y se señalan los factores determinantes de esa evolución. En el segundo se hace balance de la evolución económica y financiera reciente en los países candidatos de la UE y se exponen brevemente los desafíos que aún se les plantean en el camino a la adhesión.