



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de diciembre, 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, las tasas de inflación medida por el IAPC han sido altas durante algún tiempo. Más recientemente, como se había anticipado, estas tasas han descendido y se espera que en 2013 se sitúen por debajo del 2%. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, las tasas de inflación deberían mantenerse en niveles compatibles con la estabilidad de precios. El ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Las expectativas de inflación en la zona del euro siguen 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. Se espera que la debilidad de la economía en la zona del euro continúe el año próximo. En particular, la necesidad de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la persistencia de la incertidumbre seguirán lastrando la actividad económica. Transcurridos algunos meses de 2013, la actividad económica debería recuperarse gradualmente, a medida que se fortalezca la demanda mundial, y tanto la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE como la mejora significativa de la confianza en los mercados financieros se transmitan a la economía. A fin de sustentar la confianza, es esencial que los gobiernos adopten medidas para seguir reduciendo los desequilibrios presupuestarios y estructurales y avanzar en la reestructuración del sector financiero.

El Consejo de Gobierno decidió asimismo seguir realizando las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y, al menos, hasta el 9 de julio de 2013, fecha en que finaliza el sexto período de mantenimiento de 2013. Este procedimiento se continuará utilizando también para las operaciones de financiación a plazo especial con un vencimiento de un período

de mantenimiento, que seguirán llevándose a cabo durante el tiempo que sea necesario, y, al menos, hasta el final del segundo trimestre de 2013. El tipo de interés fijo que se aplicará a estas operaciones de financiación a plazo especial será el mismo que el tipo de interés de las OPF en ese momento. Los tipos aplicables a las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses, que se adjudicarán hasta junio de 2013, estarán fijados en la media de los tipos de las OPF que se lleven a cabo durante la operación de financiación a plazo más largo respectiva.

En lo que concierne al análisis económico, tras haber registrado una contracción del 0,2% en el segundo trimestre de 2012, el PIB real de la zona del euro descendió en un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. Las estadísticas y los indicadores de las encuestas disponibles siguen apuntando a una mayor debilidad de la actividad en el último trimestre del año, aunque más recientemente algunos indicadores se han estabilizado en niveles bajos y la confianza en los mercados financieros ha seguido mejorando. A corto plazo, se espera que la debilidad de la actividad continúe el año que viene, como consecuencia de la influencia adversa en el gasto interno de la debilidad del sentimiento de consumidores e inversores y de la moderación de la demanda externa. Más adelante en 2013 debería comenzar una recuperación gradual a medida que la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y la mejora significativa de la confianza en los mercados financieros se transmitan al gasto privado interno, y un fortalecimiento de la demanda externa debería respaldar el crecimiento de las exportaciones.

Esta evaluación se refleja en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de diciembre de 2012 elaboradas por los expertos del Eurosistema, que sitúan el crecimiento anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,4% en 2012, entre el -0,9% y el 0,3% en 2013 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2012, los intervalos correspondientes a 2012 y a 2013 se han revisado a la baja.

Conforme a la valoración del Consejo de Gobierno, siguen existiendo riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro. Dichos riesgos se relacionan principalmente con la incertidumbre acerca de la resolución de la crisis de la deuda soberana y de las cuestiones de gobernanza de la zona del euro, con factores geopolíticos y con decisiones de política presupuestaria en Estados Unidos, que posiblemente mantengan la confianza en niveles bajos durante más tiempo de lo previsto actualmente y retrasen adicionalmente la recuperación de la inversión privada, del empleo y del consumo.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC descendió hasta el 2,2 % en noviembre de 2012, desde el 2,5 % registrado en octubre y el 2,6 % observado en los dos meses anteriores. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, se espera que las tasas de inflación sigan descendiendo hasta situarse por debajo del 2 % el año próximo. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de debilidad de la actividad económica en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo moderadas.

Esta evaluación se refleja asimismo en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de diciembre de 2012 elaboradas por los expertos del Eurosistema, que prevén que la inflación medida por el IAPC se sitúe en el 2,5 % en 2012, en un intervalo comprendido entre el 1,1 % y el 2,1 % en 2013 y entre el 0,6 % y el 2,2 % en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2012, el intervalo correspondiente a 2013 se ha revisado a la baja.

De acuerdo con la valoración del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados; los riesgos a la baja se derivan del debilitamiento de la actividad económica y los riesgos al alza se relacionan con la subida de los precios adminis-

trados y de los impuestos indirectos, así como con un aumento de los precios del petróleo.

Por lo que se refiere al análisis monetario, teniendo en cuenta la evolución de los últimos meses, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo contenido. Más recientemente, la tasa de crecimiento interanual de M3 se ha incrementado hasta situarse en el 3,9 % en octubre, desde el 2,6 % registrado en septiembre, mientras que el crecimiento de M1 se ha acelerado hasta el 6,4 % desde el 5,0 % en el mismo período. Esta evolución se debe en parte a una operación específica que se tradujo en un incremento de depósitos a la vista de intermediarios financieros no monetarios. Al mismo tiempo, los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras también aumentaron en octubre. En general, se necesitan más observaciones para discriminar entre volatilidad a corto plazo y factores más duraderos.

A diferencia de la evolución monetaria, en el crecimiento del crédito se han registrado pocas variaciones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulaciones de préstamos, se mantuvo en el -0,4 % en octubre, sin variación respecto de septiembre. No obstante, esta evolución se debió principalmente a las amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, que dieron lugar a un descenso interanual de esos préstamos del -1,5 %, desde el 1,2 % observado en septiembre. El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se mantuvo sin cambios en el -0,8 % en octubre. 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. Además, en algunos países de la zona del euro, los requerimientos de capital, la percepción del riesgo y la segmentación de los mercados financieros restringen la oferta de crédito.

A fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los países de la zona del euro. Es esencial

que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario. La solidez de sus balances será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación. La adopción de medidas decididas para el establecimiento de un marco financiero integrado contribuirá a lograr este objetivo. El establecimiento de un mecanismo único de supervisión es uno de los hitos fundamentales del proceso de reintegración del sector bancario.

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.

La adopción de nuevas medidas de política económica y el progreso en la reforma de la gobernanza europea deberían contribuir a mejorar el clima de los mercados financieros así como las perspectivas de crecimiento económico. En este contexto, el Consejo de Gobierno confía en la hoja

de ruta hacia una Unión Económica y Monetaria genuina, que se decidirá en la reunión del Consejo Europeo de los días 13 y 14 de diciembre de 2012. Las iniciativas para acelerar las reformas estructurales que contribuirán a restablecer la competitividad son especialmente importantes para reavivar el potencial de crecimiento de los países de la zona del euro y para el crecimiento del empleo. En términos más generales, todos los países de la zona del euro han de garantizar que sus mercados de productos y de trabajo cuentan con la capacidad de ajuste necesaria para funcionar de forma fluida y efectiva en una unión monetaria. Por último, se espera 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. Se han logrado progresos significativos para reducir los desequilibrios internos y externos y para mejorar la competitividad. Continuar las políticas en los ámbitos de las reformas estructurales y fiscales europeas debería tener un resultado de refuerzo mutuo y enviar una señal clara a los mercados.