



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 9 de junio de 2011, 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 su reunión del 5 de mayo de 2011 confirma que se mantienen las presiones al alza sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y las materias primas. El ritmo subyacente de expansión monetaria se está recuperando gradualmente. La liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. Asimismo, los últimos datos confirman el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre continúa siendo elevada. En general, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, prestando apoyo a la actividad económica. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios apuntan al alza, por lo que resulta esencial mantener una extrema vigilancia. De acuerdo con su evaluación, el Consejo de Gobierno actuará con firmeza y en el momento oportuno. Adoptará todas las medidas necesarias para evitar que la evolución reciente de los precios dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. El Consejo de Gobierno sigue teniendo la clara determinación de garantizar el firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo, lo que constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

El Consejo de Gobierno decidió también en su reunión del 9 de junio continuar realizando las operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta el 11 de octubre de 2011, fecha en que finaliza el noveno período de mantenimiento de 2011. Este procedimiento continuará utilizándose también para las operaciones de financiación a plazo especial del Eurosistema 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 tercer trimestre de 2011. 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. Además, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se adjudicarán el 27 de julio, el 31 de agosto y el 28 de septiembre de 2011, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones a tres meses se fijarán en la media de los tipos de interés de las OPF a lo largo de la respectiva OFPML.

Como se ha mencionado en anteriores ocasiones, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación se ajustarán cuando resulte apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

En lo que concierne al análisis económico, en el primer trimestre de 2011, la zona del euro experimentó un fuerte crecimiento del PIB real del 0,8% intertrimestral, tras el incremento del 0,3% registrado en el cuarto trimestre de 2010. Los datos estadísticos recientes y los resultados de las últimas encuestas apuntan a que en el segundo trimestre de este año continuó la expansión de la actividad económica en la zona del euro, aunque a un ritmo más lento. Esta relajación refleja el hecho de que el fuerte crecimiento del primer trimestre fue en parte atribuible a factores especiales cuyos efectos dejarán de percibirse en el segundo trimestre, por lo que conviene hacer abstracción de dicha volatilidad a corto plazo y poner de relieve el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro. De cara al futuro, la expansión en curso de la economía mundial debería seguir sosteniendo las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel favorable de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento econó-

mico, beneficiada por la orientación todavía acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores continúe moderando en cierta medida la actividad.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2011 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2011, el intervalo para 2011 se ha revisado al alza, mientras que el correspondiente a 2012 se mantiene prácticamente sin cambios. Las proyecciones de junio de 2011 de los expertos del Eurosistema están, en general, en consonancia con las previsiones de las instituciones internacionales.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, en un entorno de elevada incertidumbre. Por una parte, el nivel favorable de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto la actividad económica interna de la zona del euro, y el aumento de la demanda exterior también podría contribuir al crecimiento con más intensidad de lo previsto. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros, que podrían trasladarse a la economía real de la zona del euro; los riesgos a la baja también están asociados con incrementos adicionales de los precios de la energía y con las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en mayo en el 2,7% según la estimación preliminar de Eurostat, frente al 2,8% registrado en abril. Las tasas relativamente eleva-

das de inflación registradas en los últimos meses reflejan en gran medida el incremento de los precios de la energía y de las materias primas. En los próximos meses, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2%. En las primeras fases del proceso de producción también se aprecian presiones alcistas sobre la inflación, fundamentalmente procedentes de los precios de la energía y de las materias primas. Sigue siendo de suma importancia que el alza de la inflación medida por el IAPC no genere efectos de segunda vuelta en el proceso de fijación de precios y salarios ni dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben seguir 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.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2011 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación anual medida por el IAPC se sitúe entre el 2,5% y el 2,7% para 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% para 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2011 elaboradas por los expertos del BCE, el intervalo de la inflación medida por el IAPC en 2011 se ha revisado al alza, como reflejo fundamentalmente de la subida de los precios de la energía. El intervalo de proyección de 2012 se ha reducido ligeramente. Cabe recordar que estas proyecciones dependen de una serie de supuestos puramente técnicos, entre los que se incluyen los precios del petróleo, los tipos de interés y los tipos de cambio. En particular, se parte del supuesto de que los precios del petróleo disminuirán en alguna medida y que los tipos de interés a corto plazo aumentarán, de acuerdo con las expectativas del mercado. En conjunto, las proyecciones incorporan la asunción de que las recientes tasas de inflación elevadas no darán lugar a presiones inflacionistas generalizadas en la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza y están relacionados, en particular, con incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la ener-

gía. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, podrían generarse riesgos al alza por un incremento más acusado de lo esperado de las presiones internas sobre los precios en el contexto del aumento de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 2,0% en abril de 2011, frente al 2,3% de marzo. Haciendo abstracción de la volatilidad observada recientemente en el crecimiento de los agregados monetarios amplios, el crecimiento de M3 ha continuado aumentando durante los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se fortaleció ligeramente hasta el 2,6% en abril, frente al 2,5% de marzo. En general, el ritmo de expansión monetaria subyacente se está recuperando de forma gradual. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo amplia y tiene potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro.

Atendiendo a los componentes de M3, el crecimiento interanual de M1 se redujo en abril, mientras que el de otros depósitos a corto plazo se incrementó. Esta evolución refleja en parte el aumento gradual de la remuneración de dichos depósitos en los últimos meses. Al mismo tiempo, la inclinación de la curva de rendimientos implica un efecto de amortiguación en el crecimiento general de M3, puesto que reduce el atractivo de los activos monetarios en comparación con instrumentos mejor remunerados a más largo plazo no incluidos en M3. No obstante, la información disponible apunta a que este impacto puede estar remitiendo.

Del lado de las contrapartidas, se ha registrado un ligero aumento adicional del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que subió hasta el 1,0% en abril, frente al 0,8% de marzo. El crecimiento de los préstamos a hogares fue del 3,4% en abril, permaneciendo sin cambios desde el mes anterior. Los últimos datos confirman un

fortalecimiento gradual continuado del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero.

El tamaño total de los balances de las entidades de crédito ha permanecido prácticamente sin variación en los últimos meses, a pesar de haberse registrado cierta volatilidad. Es importante que las entidades sigan aumentando la provisión de crédito al sector privado, en un entorno de incremento de la demanda. Para responder a este reto, en los casos en que resulte necesario, es imprescindible que las entidades no distribuyan beneficios, recurran al mercado para reforzar sus bases de capital o aprovechen plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización. En particular, las entidades que actualmente tienen un acceso limitado a la financiación en los mercados necesitan con urgencia ampliar su capital y mejorar su eficiencia.

En síntesis, el Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde su reunión del 5 de mayo de 2011 confirma que se mantienen las presiones al alza sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y las materias primas. Al efectuar el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario se observa que el ritmo subyacente de expansión monetaria se está recuperando gradualmente. La liquidez monetaria sigue siendo amplia, con potencial para acomodar presiones sobre los precios en la zona del euro. Asimismo, los últimos datos confirman que se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre continúa siendo elevada. En general, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia, prestando apoyo a la actividad económica. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios apuntan al alza, por lo que resulta esencial mantener una extrema vigilancia. De acuerdo con su evaluación, el Consejo de Gobierno actuará con firmeza y en el momento oportuno. Adoptará todas las medidas necesarias para evitar que la evolución reciente de los precios

dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. El Consejo de Gobierno sigue teniendo la clara determinación de garantizar el firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo, lo que constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

En lo que respecta a las políticas fiscales, todas las partes que intervienen en la elaboración de los presupuestos nacionales para 2012 deben garantizar que cumplen plenamente la exigencia de respaldar la confianza en las políticas fiscales. La comparación entre las últimas previsiones económicas de la Comisión Europea y los planes presupuestarios expuestos en los programas de estabilidad apunta a la necesidad de que muchos países refuercen sus objetivos presupuestarios con medi-

das concretas de consolidación para corregir sus déficits excesivos en los plazos acordados. En vista de las actuales presiones de los mercados financieros, resulta indispensable que se apliquen estrategias creíbles de ajuste presupuestario.

Al mismo tiempo, es urgente que se emprendan reformas estructurales ambiciosas y de gran alcance en la zona del euro para reforzar sustancialmente su competitividad, flexibilidad y potencial de crecimiento a largo plazo. En particular, los países que tienen déficits fiscales y exteriores elevados o que presentan pérdidas de competitividad deberían emprender rápidamente reformas económicas integrales. En el caso de los mercados de productos, deben continuar aplicándose con intensidad políticas que mejoren la competencia y la innovación para facilitar el crecimiento de la productividad. En cuanto al mercado de trabajo, la prioridad debe ser mejorar la flexibilidad salarial y los incentivos al trabajo, y suprimir las rigideces.