



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de junio 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. Aunque es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante el resto de 2012, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación para la economía de la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Al mismo tiempo, el crecimiento económico de la zona del euro sigue siendo débil, y un mayor grado de incertidumbre lastra la confianza y el clima económico, provocando mayores riesgos a la baja para las perspectivas económicas.

En los meses precedentes, el Eurosistema ha aplicado medidas de política monetaria convencionales y no convencionales. La conjunción de estas medidas ha apoyado la transmisión de la política monetaria. El 6 de junio, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir efectuando las operaciones principales de financiación (OPF) mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario y, al menos, hasta que finalice el duodécimo período de mantenimiento de 2012 el 15 de enero de 2013. Dicho procedimiento seguirá utilizándose también en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento del Eurosistema, que continuarán efectuándose mientras sea necesario. El tipo fijo de estas operaciones de financiación especiales será el mismo que el aplicado a las OPF en ese período. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido que en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se efectúen hasta el final de 2012 se siga el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones a tres meses se fijarán en el tipo de interés medio de las OPF a lo largo del período

de vigencia de la OFPML respectiva. Consciente de que todas las medidas de política monetaria no convencionales son de naturaleza temporal, el Consejo de Gobierno vigilará atentamente la evolución de los acontecimientos y velará por la estabilidad de precios a medio plazo actuando oportunamente y con firmeza.

Por lo que se refiere al análisis económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año apuntan a un debilitamiento del crecimiento y destacan que se mantiene la incertidumbre. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual. Sin embargo, se espera que las tensiones que persisten en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos en las condiciones crediticias, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y las elevadas tasas de desempleo, sigan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2012 para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema sitúan el crecimiento anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el -0,5 % y el 0,3 % en 2012, y entre el 0,0 % y el 2,0 % en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 de los expertos del BCE, el intervalo de crecimiento del PIB real se mantiene sin variación para 2012, pero se estrecha ligeramente para 2013.

El Consejo de Gobierno considera que las perspectivas económicas para la zona del euro están sujetas a mayores riesgos a la baja, que se relacionan, en particular, con el aumento de las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona, así como con posibles nuevos incrementos de los precios de las materias primas a medio plazo.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en mayo de 2012 en el

2,4 %, frente al 2,6 % registrado en el mes anterior. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % durante el resto de 2012, debido principalmente a la evolución de los precios de la energía y de los impuestos indirectos. Sin embargo, según los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, se prevé que la tasa de inflación interanual vuelva a descender por debajo del 2 % a principios de 2013. A más largo plazo, 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.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2012 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,3 % y el 2,5 % para 2012, y entre el 1,0 % y el 2,2 % para 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 de los expertos del BCE, los intervalos de proyección se estrechan tanto para 2012 como para 2013.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, y con precios de las materias primas superiores a los previstos a medio plazo. Los principales riesgos a la baja están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro.

El análisis monetario indica que el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido en el primer cuatrimestre de 2012. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,5 % en abril, desde el 3,1 % en marzo, tras haberse registrado intensos flujos de entrada hacia el dinero en el primer trimestre del año. La moderación del crecimiento interanual de M3 observada en abril se debió principalmente a flujos de salida de depósitos a la vista de intermediarios financieros no monetarios (como son las entidades

de contrapartida central y los fondos de inversión y de titulización).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) descendió del 1,2 % en marzo al 0,8 % en abril, debido a los flujos negativos de préstamos a los intermediarios financieros no monetarios. Al mismo tiempo, los flujos mensuales de préstamos a sociedades no financieras y a hogares fueron moderadamente positivos en abril, y las tasas de crecimiento interanual (ajustadas de ventas y titulizaciones de préstamos) se situaron en dicho mes en el 0,7 % y el 1,5 %, respectivamente, casi sin variación respecto de marzo.

Los datos monetarios y crediticios registrados hasta abril indican que, conforme pretendían las medidas del Consejo de Gobierno, no se ha llegado a producir un ajuste brusco y desordenado de los balances de las entidades de crédito. Teniendo en cuenta la situación actual del ciclo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, es probable que la demanda de crédito sea débil en los próximos meses.

Respecto al futuro, es esencial que las entidades de crédito sigan incrementando su capacidad de resistencia. 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.

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.

En cuanto a las políticas fiscales y económicas, en los últimos años se ha avanzado notablemente en el saneamiento de las finanzas públicas. Es esencial proseguir los esfuerzos por sanear la situación presupuestaria y recuperar la competitividad, que son condiciones previas para un crecimiento económico estable. Como complemento natural, es necesario aplicar el nuevo marco de vigilancia

macroeconómica del semestre de la UE. Varios países de la zona del euro presentan desequilibrios excesivos que es preciso corregir. Con este fin, las reformas integrales de los mercados laboral y de productos y del sector financiero contribuirán a fomentar un crecimiento sostenible. Debe reforzarse la competencia en los mercados de productos, especialmente mediante la culminación del mercado único, y los salarios deben ajustarse de una manera flexible, acorde con las condiciones del mercado de trabajo y la productividad. Estas

reformas potenciadoras del crecimiento acelerarían el necesario proceso de ajuste y aumentarían la creación de empleo.

Por último, el Consejo de Gobierno acoge con gran satisfacción que los líderes reunidos en el último Consejo Europeo hayan mostrado su acuerdo respecto a imprimir un impulso a la reflexión sobre la configuración de la Unión Económica y Monetaria a largo plazo, acuerdo que el Consejo de Gobierno considera un paso muy importante.