



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de agosto, 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, tras la bajada de 25 puntos básicos acordada en julio. Como se señaló en julio, la inflación debería seguir reduciéndose durante 2012 y volver a situarse por debajo del 2 % en 2013. 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, en un contexto en el que las tensiones existentes en los mercados financieros y una elevada incertidumbre lastran la confianza y el clima económico. Una nueva intensificación de las tensiones de los mercados financieros podría inclinar a la baja el equilibrio de los riesgos para el crecimiento y para la inflación.

El Consejo de Gobierno ha debatido detenidamente las opciones para hacer frente a las graves disfunciones del proceso de formación de precios en los mercados de deuda de los países de la zona del euro. Se han registrado primas de riesgo excepcionalmente altas en los precios de la deuda pública de algunos países y la fragmentación financiera está obstaculizando el funcionamiento efectivo de la política monetaria. Las primas de riesgo relacionadas con temores referidos a la reversibilidad del euro son inaceptables, y han de afrontarse de manera contundente. El euro es irreversible.

A fin de crear las condiciones fundamentales para la desaparición de dichas primas de riesgo, los responsables de las políticas de la zona del euro han de avanzar con gran determinación en el saneamiento de las finanzas públicas, las reformas estructurales y la construcción de las instituciones europeas. Puesto que la aplicación de estas medidas lleva tiempo y los mercados financieros suelen ajustarse una vez que el éxito se hace claramente visible, los Gobiernos deben estar dispuestos a activar la FEEF y el MEDE en el mercado de deuda

en caso de que existan circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, con una condicionalidad estricta y efectiva acorde con las directrices establecidas.

El cumplimiento por los Gobiernos de los compromisos adquiridos y el desempeño por la FEEF y el MEDE del papel que tienen asignado son condiciones necesarias. El Consejo de Gobierno, en el marco de su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y en el ejercicio de su independencia en la determinación de la política monetaria, puede llevar a cabo operaciones de mercado abierto en firme del tamaño adecuado para alcanzar su objetivo. En este contexto, se atenderá la preocupación de los inversores privados por la preferencia de las deudas. Asimismo, el Consejo de Gobierno podría considerar la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales acordes con la necesidad de reparar la transmisión de la política monetaria. En el curso de las próximas semanas, el Eurosistema determinará las modalidades adecuadas de dichas medidas.

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, tras un descenso del 0,3 % en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan a una actividad económica débil en el segundo trimestre de 2012 y al principio del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma muy gradual, ya que el impulso del crecimiento se ve además amortiguado por varios factores. En particular, se espera que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y las elevadas tasas de desempleo repercutan sobre el dinamismo subyacente del crecimiento, que se ve asimismo afectado por la desaceleración mundial en curso.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y se

relacionan, en particular, con 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 la energía a medio plazo.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 2,4% en julio de 2012, sin variación respecto del mes anterior. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, las tasas de inflación deberían seguir descendiendo durante 2012 y volver a situarse por debajo del 2% en 2013. 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.

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, y con precios de la energía superiores a los previstos a medio plazo. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, como resultado, en particular, de una nueva intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Dicha intensificación podría inclinar a la baja el equilibrio de los riesgos.

En lo que respecta al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,2% en junio de 2012, ligeramente por encima del 3,1% observado en el mes anterior, y próxima a la tasa registrada al final del primer trimestre. En conjunto, los flujos de entrada en el agregado monetario amplio en el segundo trimestre fueron débiles. La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a incrementarse hasta situarse en el 3,5% en junio, en consonancia con la creciente preferencia de los inversores por instrumentos líquidos en un entorno de tipos de interés bajos y elevada incertidumbre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) descendió en junio hasta el 0,3% desde el 0,5% registrado en mayo. Debido a las amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos) observadas en junio, las tasas de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos) descendieron nuevamente en junio hasta el -0,3% y el 1,1%, respectivamente. En gran medida, la moderación del crecimiento de los préstamos refleja la situación actual del ciclo, la más elevada 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. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el segundo trimestre de 2012 confirman una considerable contribución de los factores del lado de la demanda a la debilidad del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM. La encuesta muestra también que el endurecimiento neto de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la concesión de préstamos en el conjunto de la zona del euro se ha mantenido estable en general en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el trimestre anterior, tanto para los préstamos concedidos a hogares como para los concedidos a empresas.

Respecto al futuro, es esencial que las entidades de crédito incrementen su capacidad de resistencia en los casos en que resulte necesario. 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.

Aunque en los últimos años se han logrado progresos significativos en el ámbito del saneamiento

presupuestario, es necesario adoptar nuevas medidas urgentes y decididas para mejorar la competitividad. Desde 2009 hasta 2011, los países de la zona del euro han reducido en promedio su ratio de déficit en relación con el PIB en 2,3 puntos porcentuales, y la ratio del déficit primario ha mejorado alrededor de 2,5 puntos porcentuales. En la zona del euro el ajuste fiscal ha continuado en 2012, y resulta indispensable que se mantengan los esfuerzos para restablecer situaciones presupuestarias saneadas. Al mismo tiempo, las reformas estructurales son tan necesarias como los esfuerzos de consolidación fiscal y las medidas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. En este ámbito se han logrado también ciertos progresos. Por ejemplo, los costes laborales unitarios y las cuentas corrientes han comenzado un proceso de corrección en la mayoría de los países afectados fuertemente por la crisis. No obstante, es necesario aplicar con rapidez y determinación

nuevas medidas de reforma. Las reformas del mercado de productos dirigidas a fomentar la competitividad y la creación de mercados de trabajo eficientes y flexibles son condiciones indispensables para la corrección de los desequilibrios existentes y el logro de un crecimiento fuerte y sostenible. Es ahora esencial que los Estados miembros pongan en marcha con determinación las recomendaciones específicas para cada país.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analizan las fuentes de heterogeneidad de las condiciones financieras, se trata sobre las implicaciones para la política monetaria única y se aclara el papel de otras políticas para superar los desequilibrios y divergencias estructurales. En el segundo artículo se evalúan las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana.