



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de abril, 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 confirma que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro sigue avanzando en consonancia con la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, la información más reciente sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución gradual ascendente de las tasas de inflación medida por el IAPC. Las señales procedentes del análisis monetario confirman el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro continúan firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno seguirá muy atentamente la evolución de los factores y considerará todos los instrumentos disponibles. El Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de mantener un alto grado de acomodación monetaria y actuar con rapidez si fuera necesario. En consecuencia, no excluye medidas adicionales de relajación de la política monetaria y reitera firmemente su expectativa de que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en unas perspectivas de inflación en general contenidas a medio plazo, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue atentamente la evolución de los mercados monetarios. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar eficazmente los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro creció en el último trimestre de 2013 un 0,2%, en tasa intertrimestral, tras registrar un aumento del 0,1% en el tercer trimestre y del 0,3% en el segundo. Los datos procedentes de las encuestas relativas al primer trimestre de este año son compatibles con un crecimiento moderado continuado, lo que confirma las anteriores expectativas de que la actual recuperación se ve favorecida cada vez más por una demanda interna más sólida. De cara al futuro, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, respaldadas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos de la actual mejora de las condiciones de financiación en la economía real, y los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando de la moderada evolución de los precios, en particular del descenso de los precios de la energía. Se espera también que el fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro favorezca la actividad económica. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva es considerablemente bajo. Asimismo, los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. La evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con una demanda interna más débil de lo esperado y una aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como un menor crecimiento de las exportaciones.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,5% en marzo de 2014, frente al 0,7% registrado en febrero. Este descenso refleja

las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de alimentos, bienes y servicios, compensadas parcialmente por una reducción más moderada de los precios de la energía. Teniendo en cuenta los tipos de cambio vigentes y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC repunte ligeramente en abril, debido en parte a la volatilidad de los precios de los servicios en los meses en torno a Semana Santa. En los próximos meses, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC siga siendo baja, antes de aumentar gradualmente en 2015 y situarse en niveles próximos al 2 % hacia finales de 2016. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones tanto de los riesgos geopolíticos como de la evolución de los tipos de cambio serán objeto de un seguimiento atento.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de febrero de 2014 apuntan a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 se mantuvo en general estable en el 1,3 % en febrero, frente al 1,2 % observado en enero. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 continuó en un vigoroso 6,2 % en febrero, tras el 6,1 % de enero. El principal factor del crecimiento interanual de M3 siguió siendo el incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja el elevado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro.

Los préstamos concedidos por las IFM al sector privado continuaron descendiendo en febrero. La tasa de variación interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el -3,1 %, frente al -2,8 % registrado en enero. La débil evolución de los préstamos a las sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se mantuvo en el 0,4 % en febrero de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. Este es el objetivo de la evaluación global que el BCE está realizando actualmente.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia tasas próximas al 2 %. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro han logrado importantes progresos en la corrección de los desequilibrios presupuestarios. Deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas ratios de deuda pública hacia una senda descendente a medio plazo, conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las estrategias fiscales deberían garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento, destinadas a mejorar la calidad y la eficiencia de

los servicios públicos y reducir al mínimo los efectos distorsionadores de los impuestos. Se precisan nuevas medidas decididas para reformar los mercados de productos y de trabajo con el fin de mejorar la competitividad, aumentar el crecimiento potencial, generar oportunidades de empleo e incrementar la flexibilidad de las economías de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examinan los motivos de los bancos centrales para proporcionar indicaciones sobre la futura orientación de la política monetaria (*forward guidance*) y se estudian los fundamentos y la eficacia de las indicaciones del BCE. En el segundo se analiza el debate en torno a los multiplicadores fiscales de corto plazo y los efectos a medio y más largo plazo del saneamiento presupuestario en la sostenibilidad de la deuda y el producto.