



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de julio de 2014, 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 más reciente apunta a una continuación de la moderada recuperación de la economía de la zona del euro en el segundo trimestre, con bajas tasas de inflación y un débil crecimiento monetario y crediticio. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y largo plazo 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 %. La combinación de medidas de política monetaria adoptadas el mes pasado ya se ha traducido en un mayor nivel de acomodación monetaria. Las operaciones monetarias que se efectuarán en los próximos meses reforzarán este nivel de acomodación y apoyarán el crédito bancario. A medida que estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al 2 %. En lo que se refiere a las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), a la vista de las expectativas actuales para la inflación, los tipos de interés oficiales del BCE se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado. Asimismo, el Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para seguir contrarrestando los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno tiene la clara determinación de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Como complemento de las decisiones adoptadas a principios de junio, el Consejo de Gobierno también ha decidido las modalidades específicas de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). El propósito de estas operaciones es mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria respaldando el crédito a la economía real. Como se anunció el mes pasado, el Consejo de Gobierno también ha comenzado a intensificar los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulización de activos a fin de mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. Los indicadores económicos, incluidos los resultados de encuestas disponibles hasta junio, apuntan a que la recuperación seguirá avanzando muy gradualmente en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos la orientación más acomodaticia de la política monetaria y la actual mejora de las condiciones de financiación. Asimismo, los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como el aumento de la renta real disponible, deberían contribuir positivamente al crecimiento económico. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la actual recuperación mundial. Sin embargo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales de mejora adicionales, el desempleo sigue siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva continúa siendo considerablemente bajo. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en mayo y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado probablemente continuarán frenando el ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En particular, los riesgos geopolíticos y la evolución de las economías emergentes y los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente a las condiciones económicas, debido entre otras cosas a sus efectos sobre los precios de la energía y la demanda mundial de productos de la zona del euro. Otro riesgo a la baja está relacionado con la aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un debilitamiento de la demanda interna mayor de lo esperado.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual en la zona del euro medida por el IAPC fue del 0,5 % en junio de 2014, sin variación respecto a mayo. Entre sus componentes principales, la inflación de los precios de los servicios aumentó desde el 1,1 % en mayo hasta el 1,3 % en junio, mientras que la inflación de los precios de los alimentos se redujo desde el 0,1 % hasta el -0,2 %. Sobre la base de la información disponible, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 %.

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, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución de los tipos de cambio.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de mayo de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio M3. El crecimiento interanual de M3 fue del 1,0 % en mayo, frente al 0,7 % de abril. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 se moderó hasta el 5,0 % en mayo, tras el 5,2 % de abril. El incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja en parte el continuado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro, ha sido recientemente un factor importante del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) se situó en el -2,5 % en mayo de 2014, frente al -2,8 % registrado en abril. La concesión de préstamos a sociedades no financieras continúa siendo débil, como reflejo de su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,5 % en mayo de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento del crédito, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su nivel de capital y su posición de solvencia, contribuyendo con ello a aumentar las posibilidades de expansión crediticia durante las próximas etapas de la recuperación.

En síntesis, el análisis económico indica que el actual nivel de baja inflación debería ir seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia niveles más próximos al 2 %. El contraste con los resultados del análisis monetario confirma este escenario.

En cuanto a las políticas fiscales, el considerable saneamiento realizado en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Importantes reformas estructurales han mejorado la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países. No obstante, quedan algunos retos pendientes. Para fortalecer las bases de un crecimiento sostenible y unas finanzas públicas saneadas, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de consolidación fiscal, conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y continuar aplicando reformas estructurales en los próximos años. La consolidación presupuestaria debería diseñarse de forma que favorezca el crecimiento, y las reformas estructurales deberían centrarse en fomentar la inversión privada y la

creación de empleo. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la zona del euro es clave para reducir las elevadas tasas de endeudamiento público, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las perturbaciones.

El Consejo de Gobierno también anunció el 3 de julio de 2014 la adaptación de la frecuencia de sus reuniones de política monetaria a un ciclo de seis semanas a partir de enero de 2015. Los períodos de mantenimiento de reservas se ampliarán a seis semanas para coincidir con el nuevo calendario. Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció su compromiso de publicar informes periódicos de sus reuniones de política monetaria. Se prevé que dichos informes comiencen a publicarse a partir de la reunión de enero de 2015.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se analiza el concepto de tipo de interés libre de riesgo de la zona del euro, así como su relevancia para la economía en general y para la política monetaria en particular. En el segundo se describen las dificultades a las que se enfrentaron las pequeñas y medianas empresas durante la crisis financiera y se presenta una panorámica de los posibles nuevos instrumentos y de los ya existentes para mejorar el acceso de este grupo de empresas a la financiación. En el tercero se estudia la curva de Phillips del conjunto de la zona del euro y de cada uno de los países que la componen, con especial atención a la relación entre la inflación y las medidas de la holgura de la economía en el período transcurrido desde 1999.