



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de octubre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Tras las decisiones adoptadas el 4 de septiembre de 2014, el Consejo de Gobierno también aprobó los principales detalles del funcionamiento del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos y del nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados. Ello permitirá al Eurosistema comenzar a adquirir bonos garantizados y bonos de titulización de activos en el cuarto trimestre de 2014, empezando por las compras de bonos garantizados en la segunda quincena de octubre. Los programas tendrán una duración de al menos dos años. Junto con la serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) hasta junio de 2016, estas compras tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema.

Las nuevas medidas apoyarán a segmentos específicos del mercado que desempeñan un papel fundamental en la financiación de la economía. Por tanto, seguirán mejorando la transmisión de la política monetaria, facilitarán la provisión de crédito al conjunto de la economía y generarán efectos positivos en otros mercados. Considerando las perspectivas generales de baja inflación, la pérdida de impulso del crecimiento en la zona de euro durante los últimos meses y la continuada atonía de la evolución monetaria y crediticia, las compras de activos por el Eurosistema deberían relajar el tono de la política monetaria de forma más amplia. También deberían reforzar las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmar el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes.

Junto con el tono acomodaticio que ya muestra la política monetaria, la aplicación decidida de las nuevas medidas respaldará el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Conforme estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al objetivo del Consejo de Gobierno. Este es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En lo que respecta al análisis económico, tras cuatro trimestres de expansión moderada, el PIB real de la zona del euro se mantuvo en el segundo trimestre de este año sin variación respecto al trimestre anterior. Los datos procedentes de las encuestas disponibles hasta septiembre confirman la pérdida de impulso del crecimiento en la zona del euro, aunque sigue siendo compatible con una modesta expansión económica en el segundo semestre del año. De cara a 2015, se mantienen las perspectivas de una recuperación moderada en la zona del euro, si bien es necesario un seguimiento atento de los principales factores y supuestos que determinan esta evaluación. La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, la continuada mejora de las condiciones de financiación, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios energéticos en la renta real disponible. Asimismo, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Al mismo tiempo, es probable que el elevado nivel de desempleo, el considerable grado de capacidad productiva no utilizado, la continuación del crecimiento negativo de los préstamos al sector privado y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la reciente pérdida de impulso del crecimiento en la zona de euro y la intensificación de los riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y, en particular, la inversión privada. Asimismo, el insuficiente

avance de las reformas estructurales en los países de la zona del euro constituye un riesgo a la baja fundamental para las perspectivas económicas.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 0,3 % en septiembre de 2014, frente al 0,4 % registrado en agosto. En comparación con el mes anterior, esta evolución refleja un descenso más acusado de los precios de la energía y un incremento algo menor de los precios de casi todos los demás componentes del IAPC. 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.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de agosto de 2014 siguen apuntando a una débil evolución subyacente del agregado monetario amplio (M3), cuya tasa de crecimiento interanual aumentó moderadamente hasta el 2,0 % en agosto, tras el 1,8 % registrado en julio. El crecimiento interanual de M3 sigue apoyándose en sus componentes más líquidos, con un crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) del 5,8 % en agosto.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) siguió siendo negativa, situándose en el -2,0 % en agosto, tras el -2,2 % observado el mes anterior. En promedio, las amortizaciones netas se han moderado en los últimos meses desde los niveles históricamente elevados registrados hace un año. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,5 % en agosto, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En este contexto de debilidad del crecimiento crediticio, el BCE pronto finalizará la evaluación global de los balances de las entidades de crédito, cuya importancia es primordial para superar las restricciones de la oferta de crédito.

El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma las recientes decisiones de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real adoptadas por el Consejo de Gobierno.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, la creación de empleo y el crecimiento potencial, otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones decisivas. En particular, es claramente necesario que la tramitación y aplicación de reformas estructurales cobren impulso en varios países. Esto se refiere a los mercados de productos y de trabajo, así como a la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial. En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados y actuar conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto debería reflejarse en los proyectos de planes presupuestarios para 2015 que los Gobiernos van a presentar, en los que abordarán las recomendaciones específicas para cada país. El Pacto debería seguir siendo el ancla para la confianza en la

sostenibilidad de las finanzas públicas, y la flexibilidad que ofrecen sus normas debería permitir a los Gobiernos afrontar los costes presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes, apoyar la demanda y lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. Una aplicación plena y coherente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para reducir las elevadas ratios de deuda pública, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza el impacto de la crisis económica en los mercados de trabajo de la zona del euro. En el segundo se explica el concepto de esfuerzo fiscal y trata de que se conozcan los problemas conceptuales y de medición existentes para su evaluación.