



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 9 de enero 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 y los análisis disponibles han seguido corroborando la evaluación anterior del Consejo de Gobierno. Se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan contenidas a medio plazo. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y del crédito siguen siendo débiles. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo están firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Esta combinación sigue sugiriendo que la economía de la zona del euro podría experimentar un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 %. En este contexto, el Consejo de Gobierno enfatiza firmemente que mantendrá una orientación acomodaticia de la política monetaria durante el tiempo que sea necesario, lo que contribuirá a la recuperación gradual de la economía en la zona del euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno reitera con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), esto es, que sigue esperando que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Como ya se ha señalado anteriormente, esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria. En lo que concierne a la situación del mercado monetario y su posible influencia en la orientación de la política monetaria, el Consejo de Gobierno sigue atentamente su evolución y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles. En conjunto, el Consejo de Gobierno reitera su determinación de mantener el alto grado de acomodación monetaria y su disposición para adoptar nuevas medidas decisivas si fuera necesario.

En lo que respecta al análisis económico, en el tercer trimestre de 2013, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,1 % en términos intertrimestrales, tras un avance del 0,3 % registrado en el segundo trimestre. Aunque la evolución de los datos de producción industrial de octubre sugieren una cierta debilidad a principios del cuarto trimestre, los indicadores de confianza basados en encuestas hasta diciembre han seguido mejorando desde niveles bajos, y apuntan, en general, a una continuación de la recuperación gradual de la actividad económica. De cara a 2014 y 2015, se espera que el producto se recupere a ritmo lento, debido particularmente a cierta mejora de la demanda interna apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse además de un fortalecimiento progresivo de la demanda de exportaciones. Asimismo, la mejora general de los mercados financieros observada desde el verano de 2012 parece estar transmitiéndose a la economía real, al igual que deberían transmitirse los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Además, las rentas reales se han beneficiado recientemente del descenso de la inflación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y los ajustes que aún se necesitan en los balances de los sectores público y privado continuarán pesando sobre la actividad económica.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja. La evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales y las incertidumbres conexas podría afectar negativamente a la situación económica. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de una subida de los precios de las materias primas, un crecimiento de la demanda interna y las exportaciones más débil de lo esperado y una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,8 % en diciembre de 2013, frente al 0,9 % registrado en noviembre. Este resultado

se ajustó a grandes rasgos a lo esperado y fue reflejo de un descenso de la inflación en los precios de los servicios. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanuales se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. A medio plazo, se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan contenidas. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a 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 %.

Los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con una subida de los precios de las materias primas, así como con un aumento de los precios administrados y de los impuestos indirectos mayor de lo esperado, y los riesgos a la baja, con una debilidad de la actividad económica mayor de lo anticipado.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de noviembre confirman la valoración de que se mantiene la contención tanto de la evolución del crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) como la del crédito. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo prácticamente sin variación en noviembre, situándose en el 1,5 %, tras el 1,4 % registrado en octubre, y dos descensos consecutivos observados en septiembre y agosto. La tasa de crecimiento interanual de M1 siguió siendo alta, situándose en el 6,5 %, reflejando una preferencia por la liquidez, si bien fue inferior al máximo del 8,7 % observado en abril de 2013. Al igual que en los meses anteriores, el factor principal del crecimiento interanual de M3 fue un incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que ha seguido reflejando el creciente interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo débil. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en el 0,3 % en noviembre, prácticamente sin variación desde principios de 2013. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) se situó en el -3,1 % en noviembre, frente al -3,0 % registrado en octubre. En conjunto, la débil evolución de los préstamos a 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.

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. La evaluación global del BCE reforzará este proceso de mejora de la confianza. Asimismo, incrementará la calidad de la información disponible sobre la situación de las entidades de crédito y permitirá identificar y aplicar las medidas correctoras que sean necesarias. La aplicación oportuna de nuevas medidas para la creación de una unión bancaria contribuirá a restablecer la confianza en el sistema financiero.

En síntesis, el análisis económico indica que la economía de la zona del euro podría experimentar un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación inferiores, aunque próximas al 2 %. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma este escenario.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, es importante no relajar los esfuerzos realizados en el pasado y sostener el saneamiento presupuestario a medio plazo. Las estrategias fiscales deberían ser acordes al pacto presupuestario y garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento que

combinen la mejora de la calidad y la eficiencia de los servicios públicos con la reducción de los efectos distorsionadores de los impuestos. Si lo anterior viene acompañado de la aplicación decidida de reformas estructurales, supondrá un apoyo adicional para la recuperación gradual de la economía de la zona del euro y tendrá un efecto positivo en las finanzas públicas. Las reformas de los mercados de productos y de trabajo, así como una aplicación rigurosa de políticas de Mercado Único requieren una orientación dirigida particularmente a la mejora de las perspectivas para el crecimiento económico y al fomento de la creación de empleo en un entorno de alto nivel de desempleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos: En el primer artículo, titulado «Quince años de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica» se examinan algunos aspectos clave de la utilidad de la encuesta como fuente de información para el análisis de política monetaria del BCE. En el segundo artículo, se analizan los motivos determinantes de la tendencia del exceso de liquidez y su impacto en los tipos de interés del mercado monetario. El tercer artículo presenta perspectivas de la economía china a medio plazo y trata diversos aspectos relacionados con la internacionalización del renminbi.