



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de febrero, 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 línea con la valoración anterior del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro siguen siendo débiles y la evolución monetaria y la del crédito siguen contenidas. Las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo 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 %. Como ya se ha señalado en anteriores ocasiones, la economía de la zona del euro está experimentando un período prolongado de baja inflación, al que seguirá una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 %. En lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo para los precios y el crecimiento, nuevos datos y análisis estarán disponibles a principios de marzo. La evidencia más reciente confirma íntegramente la decisión del Consejo de Gobierno de mantener la 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. El Consejo de Gobierno reitera con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). El Consejo de Gobierno sigue esperando 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 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 reciente volatilidad observada en el 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 firme 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, tras dos trimestres de crecimiento positivo del PIB real, la evolución reciente de los datos y los resultados de las encuestas sugieren que la recuperación ha seguido siendo moderada en el último trimestre de 2013. En cuanto al futuro, se ha confirmado la valoración anterior del Consejo de Gobierno respecto al crecimiento económico. Se espera que el producto de la zona del euro se recupere a ritmo lento. En particular, la demanda interna debería experimentar cierta mejora, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación y los progresos realizados en materia de saneamiento presupuestario y reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando del descenso de la inflación de los precios de la energía. Se espera que la actividad económica se beneficie también de un fortalecimiento progresivo de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona del euro está estabilizándose, sigue siendo elevado y los ajustes que aún se necesitan en los balances de los sectores público y privado continuarán lastrando el ritmo de la recuperación 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, notablemente en economías emergentes, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con un crecimiento de la demanda interna y de 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 0,7 % en enero de 2014, frente al 0,8 % registrado en diciembre. Este descenso se debió principalmente a la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la tasa de inflación

registrada en enero de 2014 fue inferior a la generalmente esperada. Teniendo en cuenta la información disponible y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC 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. Las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo 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 %.

Los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, equilibrados a medio plazo.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de diciembre de 2013 confirman la valoración de que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y del crédito es contenido. El crecimiento interanual de M3 se moderó hasta el 1,0 % en diciembre, desde el 1,5 % registrado en noviembre. Los flujos de salida de depósitos de diciembre reflejaron las importantes ventas de valores del sector público y privado realizadas por las IFM de la zona del euro que, en parte, podrían estar relacionadas con los ajustes realizados por las entidades de crédito con vistas a la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo. Lo anterior afectó también al crecimiento interanual de M1, que se moderó hasta situarse en el 5,8 % en diciembre aunque siguió siendo fuerte. 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 siguió contrayéndose. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en el 0,3 % en diciembre, 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 -2,9 % en diciembre, frente al -3,1 % registrado en noviembre. La encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014 ofrece indicios de un cierto avance en la estabilización de las condiciones de concesión de préstamos a empresas y hogares y de un menor descenso neto de demanda de préstamos por parte de las empresas. 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 de 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 del BCE, mientras que la aplicación oportuna de medidas adicionales para la creación de una unión bancaria contribuirá también a restablecer la confianza en el sistema financiero.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de 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 el escenario de atonía de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, los países de la zona del euro deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas ratios de deuda pública hacia una senda descendente

a medio plazo. Las estrategias fiscales deberían ser acordes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento 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 al mínimo de los efectos distorsionadores de los impuestos. Si se acompañan de la aplicación decidida de reformas estructurales, estas estrategias supondrán un apoyo adicional para la recuperación, todavía débil, de la economía de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos: En el primero se examinan las recientes extensiones de los modelos utilizados en el análisis monetario amplio del BCE. En el segundo, se analizan los patrones de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras de la zona del euro.