



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de mayo, 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 sigue indicando que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro continua 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 ascendente, aunque solo gradual, 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 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 %.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los mercados monetarios. El Consejo de Gobierno mantendrá un alto grado de acomodación monetaria y actuará con rapidez, si fuera necesario, adoptando medidas adicionales de relajación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno 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 el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito. 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. A principios de junio estarán disponibles nuevos datos y análisis relativos a las perspectivas de inflación y la disponibilidad de préstamos bancarios para el sector privado.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, registrando un incremento durante tres trimestres consecutivos. Los últimos datos y los resultados de las encuestas recientes confirman que la moderada recuperación económica en curso continuó en el primer trimestre de 2014 y el principio del segundo trimestre. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos en la economía real de la actual mejora de las condiciones de financiación, los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales y la evolución de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo se han estabilizado y han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo continua siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva sigue siendo considerablemente bajo. Asimismo, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en marzo y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado continuarán 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. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías emergentes 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 con 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 0,7 % en abril de 2014, tras el 0,5 % registrado en marzo. Como se esperaba, este incremento se debió principalmente a un aumento de los precios de los servicios como consecuencia de

las fechas de la Semana Santa. Teniendo en cuenta la información disponible, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los reducidos niveles actuales durante los próximos meses, y que experimenten solo un incremento gradual durante 2015 hasta situarse en niveles más próximos al 2 % en los últimos meses de 2016. Las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se publicarán a principios de junio. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen 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 atento seguimiento.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de marzo de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 se moderó en marzo hasta el 1,1 %, desde el 1,3 % registrado en febrero. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 siguió siendo vigoroso, aunque en marzo descendió hasta el 5,6 %, tras el 6,2 % de febrero. 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, continúa siendo el principal factor del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -3,1 % en marzo, sin variación respecto a febrero. 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 hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,4 % en marzo de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones aplicadas a los préstamos concedidos a empresas y a hogares. Durante los tres meses anteriores, los criterios para la concesión de crédito se mantuvieron prácticamente sin variación para los préstamos a empresas, aunque se relajaron en términos netos para los hogares. En consonancia, en términos generales, con estos resultados, en la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) correspondiente al período comprendido entre octubre de 2013 y marzo de 2014, las pymes declararon que la disponibilidad de créditos bancarios se había hecho menos negativa y que había mejorado en algunos países de la zona del euro. De acuerdo con ambas encuestas, la contribución a esta evolución de las expectativas relativas a la actividad económica fue menos negativa o, incluso, positiva. Al mismo tiempo, las entidades de crédito siguieron declarando niveles estrictos de los criterios para la concesión de crédito, considerados desde una perspectiva histórica.

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. En este contexto, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que se está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su capital y su posición de solvencia, contribuyendo con ello a superar las restricciones a la oferta de crédito que pudieran obstaculizar la recuperación.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente, aunque solo gradual, de la inflación medida por el IAPC hacia niveles más próximos 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 concierne a las políticas fiscales, según las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siga descendiendo, desde el 3,0 % del PIB registrado en 2013 hasta situarse este año en el 2,5 % y en el 2,3 % en 2015. Se prevé que la ratio de la deuda pública en relación con el PIB se estabilice en el 96,0 % en 2014 y que descienda hasta el 95,4 % en 2015. En vista del nivel todavía elevado de las ratios de deuda y a fin de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario y cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, se necesitan reformas estructurales amplias y ambiciosas de los mercados de trabajo y de productos para incrementar el potencial de crecimiento de la zona del euro, mejorar su capacidad de ajuste y reducir el alto nivel de desempleo presente en muchos países de la zona del euro. A este fin, el Consejo de Gobierno comparte la comunicación de la reunión del Consejo ECOFIN celebrada el 6 de mayo de 2014 de que se necesita una actuación política decisiva en aquellos países en los que los desequilibrios macroeconómicos obstaculizan el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero tiene como objetivo identificar los factores que han caracterizado la crisis de deuda soberana de la zona del euro a fin de explicar la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana. En el segundo artículo se analiza la evolución de la actividad en los principales sectores económicos de la zona del euro desde 2008 y se hace una comparación con recesiones anteriores.