



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de junio de 2014, el Consejo de Gobierno, en el cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, decidió adoptar una serie de medidas destinadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real. En este conjunto de medidas se incluyen nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE, operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, trabajos preparatorios relacionados con las compras simples de bonos de titulización de activos y la continuación del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

Las decisiones se basan en el análisis económico del Consejo de Gobierno, tomando en consideración las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema y las señales procedentes del análisis monetario. En conjunto, las medidas contribuirán a un retorno de las tasas de inflación a niveles más próximos al 2 %. Las expectativas de inflación a medio y a 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 %. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje. En lo que se refiere a sus indicaciones 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. Esta expectativa se ve reforzada por las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 5 de junio de 2014. Por otra parte, el Consejo de Gobierno actuará con rapidez, si fuera necesario, adoptando medidas adicionales de relajación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno 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 relación con las medidas concretas anunciadas el 5 de junio de 2014, en primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 10 puntos básicos hasta el 0,15 % y el tipo aplicable a la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, hasta el 0,40 %. El tipo aplicable a la facilidad de depósito se rebajó en 10 puntos básicos hasta el –0,10 %. Estas variaciones tendrán efecto a partir del 11 de junio de 2014. El tipo negativo se aplicará también a las reservas mantenidas que sobrepasen las reservas mínimas obligatorias y a determinados depósitos mantenidos en el Eurosistema.

En segundo lugar, a fin de respaldar el crédito bancario a hogares y sociedades no financieras, excluidos los préstamos concedidos a hogares para la adquisición de vivienda, el Consejo de Gobierno decidió que el Eurosistema llevará a cabo una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO). Todas las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico vencerán en septiembre de 2018, es decir, aproximadamente dentro de cuatro años. Las entidades de contrapartida podrán obtener, inicialmente, un 7 % del saldo vivo total de sus préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, a 30 de abril de 2014. No se incluirán en estos cálculos los préstamos al sector público. El importe conjunto de la asignación inicial asciende a unos 400 mm de euros. A este fin, se llevarán a cabo dos TLTRO sucesivas en septiembre y diciembre de 2014. Además, desde marzo de 2015 hasta junio de 2016, todas las entidades de contrapartida podrán obtener financiación, con frecuencia trimestral, hasta un importe que triplique el valor de su financiación neta al sector no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, por encima de un importe de referencia, durante un período específico. La financiación neta se medirá en

terminos de préstamos nuevos menos amortizaciones. Las ventas, titulizaciones y minusvalías de préstamos no afectarán a la medición de la financiación neta. El tipo de interés aplicable a las TLTRO será fijo para todo el período de vigencia de cada operación e igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos. Transcurridos 24 meses desde cada TLTRO, las entidades de contrapartida tendrán la opción de hacer reembolsos. Existen diversas disposiciones orientadas a garantizar que los fondos se destinen a respaldar la economía real. Se requerirá a las entidades de contrapartida que no hayan cumplido determinadas condiciones referidas al volumen de financiación neta a la economía real que devuelvan en septiembre de 2016 los fondos obtenidos.

Además, el Consejo de Gobierno decidió prorrogar los criterios de admisibilidad de otros activos adicionales como activos de garantía, principalmente en el marco de préstamos adicionales aceptados, al menos hasta septiembre de 2018.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió 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 el contexto de esta iniciativa, el Eurosistema considerará la adquisición de bonos de titulización de activos simples y transparentes cuyos activos subyacentes sean derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, teniendo en cuenta las modificaciones deseables en el entorno regulatorio, y trabajará a este fin con otras instituciones concernidas.

En cuarto lugar, en consonancia con sus orientaciones prospectivas sobre la política monetaria (*forward guidance*) y su determinación de mantener una marcada orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de contener la volatilidad en los mercados monetarios, el Consejo de Gobierno decidió seguir realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta el final del período de mantenimiento de reservas que termina en diciembre de 2016. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se efectúen antes del final del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016 se siga el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones a tres meses se fijarán como la media de los tipos de las OPF que se realicen durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

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. Este dato ha confirmado la recuperación gradual en curso, aunque el resultado fue ligeramente inferior al esperado. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos sobre 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 los aumentos en la renta real disponible resultantes del descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales adicionales de mejora, el desempleo continúa 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 abril y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Esta valoración de recuperación moderada también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2014, que prevén que el PIB real se incremente en un 1,0% en 2014, un 1,7% en 2015 y un 1,8% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2014, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real en 2014 se han revisado ligeramente a la baja, y las referidas a 2015, al alza.

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 las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales, 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 mayo de 2014 en el 0,5%, frente al 0,7% registrado en abril. Este resultado fue más bajo de lo esperado. Sobre la base de la información disponible para el Consejo de Gobierno en su reunión del 5 de junio de 2014, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en niveles reducidos durante los próximos meses, y que experimenten solo un incremento gradual durante 2015 y 2016, lo que refuerza los argumentos para las decisiones adoptadas. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y a 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%. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje.

La valoración del Consejo de Gobierno se ha visto soportada por las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de los expertos del Eurosistema de junio de 2014. De acuerdo con las proyecciones, la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 0,7% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. Se prevé que en el último trimestre de 2016 la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,5%. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las proyecciones de la inflación correspondientes a 2014, 2015 y 2016 se han revisado a la baja. Conviene subrayar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y que la incertidumbre referida a las proyecciones se incrementa con la amplitud del horizonte temporal contemplado.

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

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de abril de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 siguió reduciéndose hasta situarse en el 0,8% en abril, frente al 1,0% registrado en marzo. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 se redujo hasta el 5,2% en abril, tras el 5,6% de marzo. En el pasado reciente, 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 el principal factor de apoyo 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 abril de 2014 en el -2,7%, frente al -3,1% registrado en marzo. 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 abril de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario motivó la decisión del Consejo de Gobierno de adoptar una serie de medidas orientadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real.

A fin de estimular la economía de la zona del euro, las entidades de crédito y los responsables de las políticas económicas han de intensificar sus esfuerzos. En el contexto de debilidad del crecimiento del crédito, 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. Al mismo tiempo, los responsables de las políticas económicas de la zona del euro deberían estimular los avances en materia de política fiscal y reformas estructurales.

En lo que concierne a las políticas fiscales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2014 indican que continúan los progresos en el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. Según las proyecciones, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un descenso moderado desde el 3,0 % del PIB en 2013 hasta el 2,5 % del PIB en 2014. Asimismo, se prevé un descenso adicional para 2015 y 2016 hasta el 2,3 % y el 1,9 %, respectivamente. La deuda de las Administraciones Públicas alcanzará este año un máximo del 93,4 % del PIB. Posteriormente registrará un descenso hasta situarse en el 91 % en 2016. En lo que se refiere a las reformas estructurales, si bien se han adoptado medidas importantes para aumentar la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países, los progresos han sido desiguales y aún distan mucho de haberse completado. En este contexto, el Consejo de Gobierno toma nota de las recomendaciones de la Comisión Europea sobre políticas fiscales y estructurales, publicadas el 2 de junio de 2014, para continuar la senda de reducción de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos. La recomendación dirigida al Consejo de la UE de derogar el procedimiento de déficit excesivo incoado a cuatro países de la zona del euro indica un progreso continuado hacia el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas. No obstante, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia macroeconómica de la zona del euro, junto con las medidas necesarias de política económica por parte de los países de la zona del euro, contribuirán a incrementar el potencial de crecimiento y la resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones, al tiempo que facilitarán la creación de empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».