



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de agosto 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 disponible sigue siendo compatible con la valoración del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro, con tasas de inflación bajas y una débil evolución monetaria y crediticia. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y 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 %. Las medidas de política monetaria adoptadas a principios de junio se han traducido en una relajación monetaria, que está en consonancia con las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), y que refleja adecuadamente las perspectivas para la economía de la zona del euro, así como las diferencias en el ciclo de política monetaria entre las principales economías avanzadas. Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) que se realizarán en los próximos meses acentuarán el carácter acomodaticio de la política monetaria. Mediante estas operaciones se proporcionará financiación a largo plazo en condiciones atractivas durante un período de hasta cuatro años a todas las entidades de crédito que alcancen determinados valores de referencia en relación con sus préstamos a la economía real. Esto debería contribuir a suavizar aún más las condiciones de financiación y estimular el crédito a la economía real. Conforme estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al 2 %.

Como ya se señaló anteriormente, y como continuación de la decisión de principios de junio, el Consejo de Gobierno ha intensificado los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulización de activos destinadas a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno mantendrá un alto grado de acomodación monetaria. En lo que se refiere a las 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. Asimismo, el Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para seguir contrarrestando los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno tiene la clara determinación de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. En relación con el segundo trimestre, los indicadores mensuales han mostrado cierta volatilidad, debido en parte a factores técnicos. En general, la información reciente, incluidos los datos de las encuestas disponibles para julio, sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro. De cara al futuro, diversos factores deberían respaldar la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la actual mejora de las condiciones de financiación. Asimismo, los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como el aumento de la renta real disponible, deberían contribuir positivamente al crecimiento económico. La demanda de exportaciones también debería beneficiarse de la actual recuperación mundial. Sin embargo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales de mejora adicionales, el desempleo sigue siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva continúa siendo considerablemente bajo. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en junio y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado probablemente continuarán frenando el ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En particular, la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución de las economías emergentes y los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente a las condiciones económicas, debido entre otras cosas a sus efectos sobre los precios de la energía y la demanda mundial de productos de la zona del euro. Otro riesgo a la baja está relacionado con la aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un debilitamiento de la demanda interna mayor de lo esperado.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro fue del 0,4 % en julio de 2014, frente al 0,5 % registrado en junio. Esto se debe fundamentalmente a una menor inflación de los precios de la energía, mientras que el resto de componentes principales del IAPC se mantuvo prácticamente sin variación. 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. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y 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 %.

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 de la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución del tipo de cambio serán objeto de un atento seguimiento.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de junio de 2014 siguen apuntando a un débil crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3), con una tasa de crecimiento interanual del 1,5 % en junio, frente al 1,0 % registrado en mayo. El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) se situó en el 5,3 % en junio, frente al 5,0 % de mayo. 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, continuó siendo un importante factor del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) siguió siendo negativa en el -2,3 % en junio, frente al -2,5 % de mayo y el -3,2 % de febrero. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa siendo débil, como reflejo de su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, en lo que respecta a los flujos mensuales, los préstamos concedidos a sociedades no financieras han mostrado algunos signos de estabilización en los últimos meses, tras registrar considerables flujos mensuales negativos a principios de año. Esta evolución es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del segundo trimestre de 2014, en la que las entidades de crédito indicaron que los criterios de concesión de préstamos a empresas se habían suavizado en términos netos. No obstante, dichos criterios siguen siendo bastante restrictivos en general, si se observan con perspectiva histórica. Asimismo, las entidades señalaron que las sociedades no financieras y los hogares han aumentado su demanda de préstamos neta. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,5 % en junio, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento crediticio, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su nivel de capital, contribuyendo con ello a aumentar las posibilidades de expansión crediticia durante las próximas etapas de la recuperación.

En síntesis, el análisis económico indica que el actual nivel de baja inflación debería ir seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia niveles más próximos al 2 %. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma esta perspectiva.

En cuanto a las políticas fiscales, el saneamiento integral de las finanzas públicas en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Importantes reformas estructurales han mejorado la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países. Es preciso que estos esfuerzos cobren impulso ahora para aumentar el potencial de crecimiento de la zona del euro. Las reformas estructurales deberían centrarse en fomentar la inversión privada y la creación de empleo. Para restablecer la solidez de las finanzas públicas, los países de la zona del euro deberían actuar conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y mantener los progresos logrados en materia de consolidación fiscal. Dicha consolidación debería diseñarse de forma que favorezca el crecimiento. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la zona del euro es clave para reducir las elevadas tasas de endeudamiento público, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la experiencia adquirida con las líneas de *swap* bilaterales entre bancos centrales para proporcionar liquidez en moneda extranjera. En el segundo se explican los motivos de la revisión de las normas estadísticas internacionales y las ventajas de las nuevas normas.