



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de noviembre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. De acuerdo con las decisiones adoptadas el 2 de octubre de 2014, el Eurosistema comenzó el mes pasado las compras de bonos garantizados en el marco del nuevo programa. Asimismo, el Eurosistema comenzará pronto las adquisiciones de bonos de titulización de activos. Los programas tendrán una duración de al menos dos años. Junto con la serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*) que se llevarán a cabo hasta junio de 2016, estas compras tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema, que se espera que vuelva al tamaño que tenía a principios de 2012.

Estas medidas mejorarán el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, respaldarán las condiciones de financiación en la zona del euro, facilitarán la provisión de crédito a la economía real y generarán efectos positivos en otros mercados. Ello contribuirá a una relajación más amplia del tono de la política monetaria, reforzará las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmará el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes.

Con las medidas adoptadas, la política monetaria ha respondido a las perspectivas de baja inflación, el debilitamiento del impulso del crecimiento y la continuada atonía de la evolución monetaria y crediticia. El tono acomodaticio de la política monetaria respaldará el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 %. Conforme se vayan transmitiendo a la economía, las medidas de política monetaria contribuirán conjuntamente al retorno de la inflación a tasas más próximas al objetivo del Consejo de Gobierno.

No obstante, de cara al futuro, y teniendo en cuenta los nuevos datos y análisis, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento y una valoración continua de la adecuación de la orientación de su política monetaria. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, si fuera necesario para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno ha encargado al personal del BCE y a los comités pertinentes del Eurosistema la preparación oportuna de nuevas medidas que se aplicarían si resultase necesario.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de este año, revisado al alza en comparación con la estimación anterior. Desde los meses de verano, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas han apuntado en general a un debilitamiento del impulso del crecimiento en la zona del euro. Esta información se ha incorporado ahora en las últimas previsiones de instituciones públicas y privadas, que indican una revisión a la baja del crecimiento del PIB real durante el horizonte de proyección hasta 2016, y mantienen las perspectivas de una recuperación económica modesta. Esta información concuerda, a grandes rasgos, con la actual valoración del Consejo de Gobierno. Por una parte, la demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, la mejora en curso de las condiciones de financiación, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva no utilizada y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la pérdida del impulso del crecimiento en la zona de euro junto con la intensificación de los riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y, en particular, la inversión privada. Asimismo, el insuficiente avance de las reformas estructurales en los países de la zona del euro constituye un riesgo a la baja fundamental para las perspectivas económicas.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,4 % en octubre de 2014, frente al 0,3 % registrado en septiembre. En comparación con el mes anterior, ello refleja principalmente una contribución ligeramente menos negativa de los precios de la energía e incrementos interanuales ligeramente más acusados de los precios de los alimentos. El descenso de los precios de los bienes industriales se vio compensado en parte por un incremento de los precios de los servicios. A partir de la información disponible y de los precios actuales de los futuros sobre la energía, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en los reducidos niveles actuales durante los próximos meses, y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016. Este es asimismo el panorama descrito en las últimas previsiones publicadas, que ya incorporan el pronunciado descenso de los precios del petróleo observado recientemente.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de septiembre de 2014 siguen apuntando a una débil evolución subyacente del agregado monetario amplio M3, aunque su tasa de crecimiento interanual aumentó moderadamente hasta el 2,5 % en septiembre, tras el 2,1 % registrado en agosto. El crecimiento interanual de M3 sigue apoyándose en sus componentes más líquidos, con un crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 del 6,2 % en septiembre.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) siguió siendo negativa, situándose en el -1,8 % en septiembre, tras el -2,0 % observado en agosto y el -2,2 % registrado en julio. En promedio, las amortizaciones netas se han moderado en los últimos meses desde los niveles históricamente elevados registrados hace un año. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,6 % en septiembre, frente al 0,5 % de agosto. En consonancia con cierta estabilización de los flujos de crédito, la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre informó de una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de créditos a empresas y hogares. Al mismo tiempo, ha de tenerse en cuenta que los niveles de los criterios para la concesión de crédito siguen siendo estrictos, considerados desde una perspectiva histórica. Tras la finalización de la evaluación global del BCE, cabe esperar que el fortalecimiento de los balances de las entidades contribuya a reducir las restricciones a la oferta de crédito y favorezca un aumento del crédito.

El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma las recientes decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, estimular la creación de empleo y elevar el crecimiento de la productividad, otras áreas de la política económica han de contribuir decididamente. En particular, la tramitación legislativa y la aplicación de reformas en los mercados de productos y de trabajo así como la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial deben cobrar impulso en varios países. La aplicación efectiva de reformas estructurales mejorará las expectativas de aumento de los ingresos y animará a las empresas a aumentar ya la inversión, lo que adelantará la recuperación económica. En lo que respecta a las políticas fiscales, los países que todavía presentan desequilibrios presupuestarios deberían mantener los progresos logrados y actuar conforme a las normas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Mediante la adopción de las medidas oportunas en el contexto del procedimiento acordado, el Pacto debe seguir siendo el ancla para la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. La flexibilidad que ofrecen sus normas debería permitir a los Gobiernos afrontar los costes presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes, apoyar la demanda y lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. Una aplicación plena y coherente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para reducir las elevadas ratios de deuda pública, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se subrayan tres ejemplos de nuevos estudios comparados relacionados con la vulnerabilidad financiera de los hogares de la zona del euro. En el segundo, se analizan los avances recientes en la integración de los indicadores de alerta temprana en el sistema de vigilancia presupuestaria europeo, y se proponen nuevas mejoras.