



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de diciembre 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. Por lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema ha comenzado a adquirir bonos garantizados y bonos de titulización de activos. Estos programas de compras tendrán una duración de al menos dos años. La segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico se realizará próximamente y estará seguida de otras seis operaciones más hasta junio de 2016. Este conjunto de medidas tendrá un impacto considerable en el balance del Eurosistema, que se pretende que vuelva al tamaño que tenía a principios de 2012.

En los próximos meses, estas medidas relajarán aún más ampliamente el tono de la política monetaria, reforzarán las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmarán el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes. Sin embargo, las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro más recientes apuntan a un descenso de la inflación, acompañado por un debilitamiento del crecimiento del PIB real y de la dinámica monetaria.

En este contexto, el Consejo de Gobierno volverá a evaluar a comienzos del año próximo el estímulo monetario logrado, la expansión del balance y las perspectivas de evolución de los precios. También evaluará el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo en la zona del euro. El Consejo de Gobierno sigue siendo unánime en su compromiso de utilizar otros 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. Esto implicaría modificar a principios del año próximo el tamaño, el ritmo y la composición de estas medidas. En respuesta a la petición del Consejo de Gobierno, los expertos del BCE y los comités del Eurosistema pertinentes han acelerado los preparativos técnicos para que puedan aplicarse nuevas medidas, si fuera necesario, en el momento oportuno. Todas las medidas de política monetaria adoptadas están orientadas a reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas al 2%, y a contribuir a que las tasas de inflación recuperen ese nivel.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de este año. Esto está en consonancia con anteriores indicaciones de una pérdida de impulso del crecimiento en la zona del euro, que se tradujeron en una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro en las proyecciones más recientes. Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este cuadro de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, se mantienen las perspectivas de una recuperación económica modesta. Por una parte, la demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, por la actual mejora de las condiciones de financiación, por los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales, y por el efecto positivo del notable 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.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real crezca un 0,8% en 2014, un 1,0% en 2015 y un 1,5% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre

de 2014 de los expertos del BCE, el crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja considerablemente. Se han corregido a la baja tanto las proyecciones de demanda interna como de exportaciones netas.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja. En particular, el débil impulso del crecimiento en la zona del euro, junto con los elevados riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y especialmente 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 0,3 % en noviembre de 2014, tras el 0,4 % registrado en octubre. En comparación con el mes anterior, esta evolución refleja principalmente un descenso más acusado de la inflación de los precios de la energía y un incremento interanual algo menor de los precios de los servicios. Teniendo en cuenta el actual entorno con tasas de inflación muy bajas, será importante evaluar el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo, y evitar su propagación a las expectativas de inflación y a la formación de los salarios.

En el contexto de la reciente evolución de los precios del petróleo, es importante recordar que tanto las previsiones como las proyecciones se basan en supuestos técnicos, especialmente para los precios del petróleo y los tipos de cambio. Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, momento en que se cerraron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,5 % en 2014, el 0,7 % en 2015 y el 1,3 % en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2014, estos valores se han revisado notablemente a la baja. Aunque estas revisiones reflejan principalmente la caída de los precios del petróleo en euros y el efecto de la corrección a la baja de las perspectivas de crecimiento, aún no incorporan el descenso de los precios del petróleo registrado en las últimas semanas después de la fecha de cierre de las proyecciones. En los próximos meses, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC podrían volver a registrar movimientos a la baja, debido a la nueva caída experimentada recientemente por los precios del petróleo.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. También vigilará particularmente el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo en la zona del euro.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de octubre de 2014 apoyan la valoración de que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) es débil, con una tasa de crecimiento interanual del 2,5 % en octubre, sin variación respecto a septiembre. 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 octubre.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -1,6 % en octubre, tras el -1,8 % registrado en septiembre, mostrando una recuperación gradual desde el mínimo del -3,2 % observado en febrero. 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

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 octubre, frente al 0,5 % de septiembre. Las medidas de política monetaria adoptadas y la finalización de la evaluación global realizada por el BCE deberían apoyar el avance en la estabilización de los flujos de crédito.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma la necesidad de realizar un seguimiento estrecho de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo, y de estar preparados para elevar el grado de acomodación de la política monetaria si fuera preciso.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, la creación de empleo y el crecimiento de la productividad, otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones decisivas. En particular, la aplicación decidida 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. Es fundamental que las reformas estructurales se apliquen de manera creíble y efectiva, pues ello mejorará las expectativas de aumento de los ingresos y fomentará la inversión por parte de las empresas, lo que adelantará la recuperación económica. Las políticas fiscales deberían apoyar la recuperación económica, garantizando al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que sigue siendo un ancla para la confianza. Todos los países deben utilizar el margen disponible para lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. El Plan de Inversiones para Europa que la Comisión Europea anunció el 26 de noviembre de 2014 también apoyará la recuperación.

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