



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3/2015



INFORMACIÓN ACTUALIZADA SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

RESUMEN

Los indicadores de la actividad económica mundial siguen sugiriendo un ritmo de crecimiento sostenido a principios de 2015. En concreto, la actividad mantiene su solidez tanto en Estados Unidos, pese a las señales de debilidad temporal a comienzos del año, como en el Reino Unido. Al mismo tiempo, la recuperación continúa siendo tenue en Japón. El debilitamiento del crecimiento en China ha llevado a la aplicación de medidas de estímulo. La disminución de las importaciones reales en las economías emergentes ofrece nuevas señales de moderación del comercio internacional. Los bajos precios de la energía han reducido las tasas de inflación general a escala mundial.

La evolución de los mercados financieros de la zona del euro en marzo se vio influenciada sobre todo por el comienzo de las compras de valores del sector público denominados en euros por parte del Euro-sistema el 9 de marzo. Los rendimientos de la deuda pública volvieron a disminuir en todos los plazos de vencimiento y en la mayoría de los países. La valoración de las acciones y de otras clases de activos aumentó considerablemente.

En la zona del euro, los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes son acordes con la continuación de la expansión económica en el primer trimestre de 2015. A más largo plazo, las medidas de política monetaria adoptadas recientemente por el Consejo de Gobierno, los reducidos precios del petróleo y la depreciación del euro deberían contribuir a que la recuperación se extienda y se fortalezca gradualmente. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo sigue siendo elevado y, previsiblemente, la capacidad ociosa de la economía solo disminuirá de forma progresiva.

La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el $-0,1\%$ en marzo, tras registrar un mínimo del $-0,6\%$ en enero y una tasa del $-0,3\%$ en febrero. Sobre la base de la información disponible, se espera que la inflación se mantenga en niveles muy bajos o negativos en los próximos meses, antes de comenzar a aumentar gradualmente más avanzado el año. Este aumento gradual debería apoyarse en el efecto favorable de las medidas de política monetaria del BCE sobre la demanda agregada, en el impacto de la depreciación del euro y en el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años.

El análisis monetario indica que el crecimiento interanual de M3 siguió recuperándose. Asimismo, la disminución de los préstamos a las sociedades no financieras continuó moderándose, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se estabilizó en un nivel ligeramente positivo. Las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a relajar las condiciones de concesión de los préstamos bancarios. Los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos volvieron a descender, y la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente apunta a una nueva relajación de los criterios de aprobación.

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*), en su reunión del 15 de abril de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno se centrará en la aplicación plena de las medidas de política monetaria adoptadas. Estas medidas favorecerán la mejora adicional de las perspectivas económicas, la reducción de la holgura de la economía y la recuperación del crecimiento del dinero y del crédito. En conjunto, esta evolución se traducirá en un retorno sostenido de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo y respaldará el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo.



I ENTORNO EXTERIOR

Pese a que la actividad registró cierta ralentización hacia finales de 2014, las encuestas más recientes siguen sugiriendo un crecimiento mundial sostenido a comienzos de 2015. El índice PMI compuesto de producción global aumentó de nuevo en marzo, lo que apunta a un crecimiento sostenido del PIB mundial. En cifras trimestrales, el índice registró un ligero aumento en el primer trimestre de 2015 en relación con el trimestre anterior (véase gráfico 1) y retornó a su media de largo plazo. La evolución fue dispar en las economías avanzadas en el primer trimestre, observándose aumentos en Estados Unidos y el Reino Unido, pero una caída en Japón. Por lo que respecta a las economías emergentes, los índices PMI siguieron incrementándose en India y repuntaron en Brasil, mientras que en China no experimentaron prácticamente variación y continuaron descendiendo en Rusia.

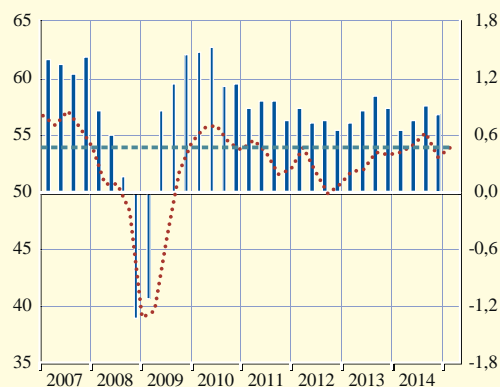
El comercio mundial ha vuelto a mostrar señales de desaceleración últimamente. El volumen mundial de importaciones de mercancías solo aumentó un 0,2% en enero en tasa intertrimestral, frente al 1,4% registrado en diciembre. Esta ralentización del ritmo de crecimiento tuvo su origen en una caída de las importaciones en términos reales en los mercados emergentes, especialmente en China, que podría guardar relación, en parte, con la celebración del Año Nuevo chino. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de las importaciones en las economías avanzadas siguió incrementándose, en general, y el PMI global de nuevos pedidos exteriores se mantuvo estable en el primer trimestre de 2015, lo que sugiere un crecimiento sostenido del comercio mundial.

Los bajos precios de la energía están afectando a las tasas de inflación general a escala mundial. En los países de la OCDE, la tasa de inflación interanual se mantuvo en niveles reducidos en febrero (0,6%), dado que la tasa de crecimiento interanual de los precios de la energía siguió siendo negativa

Gráfico 1 Índice PMI compuesto de producción y PIB globales

(escala izquierda: índice de difusión, medias trimestrales; escala derecha: crecimiento intertrimestral; datos trimestrales)

— PIB global (escala derecha)
- - - PMI compuesto de producción (escala izquierda)
- - - PMI compuesto de producción, media de largo plazo (escala izquierda)

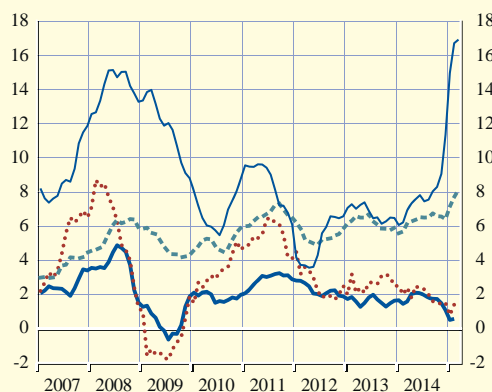


Fuentes: Markit y BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015 para el PMI y al cuarto trimestre de 2014 para el PIB.

Gráfico 2 Precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— Países de la OCDE
- - - China
- - - Brasil
— Rusia



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.
Nota: La observación más reciente corresponde a marzo de 2015 para los países y a febrero de 2015 para el conjunto de países de la OCDE.

(véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en los países de la OCDE solo descendió de forma marginal, situándose en el 1,7%. En cambio, la inflación medida por los precios de consumo en los principales países no pertenecientes a la OCDE aumentó en febrero y marzo, registrando un ligero repunte en China, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos, e incrementándose aún más en Brasil y Rusia, debido a los aumentos de los precios administrados y al impacto de la depreciación del rublo y el embargo de las importaciones de alimentos, respectivamente.

En Estados Unidos la actividad sigue siendo dinámica a pesar de la ralentización registrada a finales de 2014 y de las señales de debilidad temporal observadas a comienzos de 2015. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,5% en el cuarto trimestre de 2014, frente al 1,2% registrado en el trimestre anterior, debido en gran medida a una contribución negativa de la demanda exterior neta. Los indicadores recientes sugieren una desaceleración ligera, aunque transitoria, en el primer trimestre de 2015, atribuible principalmente a las bajas temperaturas y a las alteraciones portuarias. No obstante, el consumo sigue siendo sólido, respaldado por los bajos precios del petróleo, el saneamiento de los balances de los hogares y la mejora de la confianza de los consumidores. El dinamismo subyacente del mercado de trabajo sigue siendo robusto, pese a la desaceleración en la creación de empleo observada en marzo. Al mismo tiempo, la inflación se ha mantenido en niveles reducidos, como consecuencia de los bajos precios del petróleo y de la apreciación del dólar estadounidense. La inflación interanual medida por el IPC se estancó en febrero, tras caer hasta niveles ligeramente negativos en enero, debido a los precios más bajos de la energía y de las importaciones. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación repuntó levemente, impulsada, sobre todo, por los precios más elevados de los servicios.

La recuperación sigue siendo tenue en Japón, mientras que la inflación continúa reduciéndose. Tras registrar de nuevo cifras positivas a finales de 2014, el ritmo de crecimiento de la economía japonesa fue débil a comienzos de 2015. Tanto la producción industrial como las exportaciones de bienes en términos reales mejoraron hasta febrero, pero las importaciones reales de bienes también se recuperaron significativamente (véase recuadro 1). Los indicadores mensuales disponibles sobre consumo privado han seguido siendo frágiles en general, mientras que la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a marzo de 2015 solo mostró una mejora de la confianza entre las empresas no manufactureras en comparación con diciembre de 2014. Al mismo tiempo, tras una breve pausa a finales del año, la tasa de inflación interanual se redujo en febrero hasta el 2,2%, debido, en gran medida, a la caída de los precios de la energía. Excluido el impacto directo estimado de la subida del IVA en abril de 2014, la inflación general se situó en el 0,1%, en tasa interanual, y la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) en el 0,3% en febrero.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento económico siguió siendo robusto a finales del año. El PIB real creció un 0,6% en tasa intertrimestral en el último trimestre de 2014, impulsado principalmente por la demanda exterior neta, y se espera que la demanda interna sostenga el crecimiento a lo largo de 2015. Aunque aún se prevé que los ajustes de los balances de los sectores público y privado afecten al crecimiento, es probable que la acusada caída de los precios de la energía respalde la renta real disponible y la actividad económica. La tasa de desempleo se estabilizó en el 5,7% en los tres meses transcurridos hasta enero de 2015. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 0% en febrero de 2015, debido a la caída de los precios de la energía. Este ha sido el nivel de inflación más bajo registrado desde la introducción del índice de precios de consumo en 1989. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se redujo ligeramente hasta el 1,1%.

En China, se han adoptado medidas de estímulo para contrarrestar la debilidad del crecimiento. Una amplia gama de indicadores, incluidos la producción industrial, las ventas del comercio al por menor

y el índice PMI de manufacturas, sugieren una desaceleración del crecimiento del PIB a comienzos de 2015. Al mismo tiempo, la actividad en el sector de la vivienda siguió siendo débil y los precios de los inmuebles continuaron cayendo. En este contexto, China adoptó medidas para estimular el mercado de la vivienda elevando los topes de la relación préstamo-valor de las hipotecas y reduciendo el período mínimo de mantenimiento de la propiedad para poder acogerse a los beneficios fiscales. Estas medidas constituyen un intento de frenar la desaceleración de la actividad económica estimulando la demanda de vivienda de los hogares y aumentando el consumo.

Continúa la depresión de la economía rusa, con unas perspectivas determinadas por fuerzas contrapuestas. En 2015 se prevé una contracción significativa de la actividad económica, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, las sanciones económicas y las recientes turbulencias en los mercados financieros. El presupuesto revisado, aprobado por el Parlamento en abril, prevé recortes del gasto público en 2015 que, sumados a una notable caída de los ingresos, harán que el déficit público se sitúe en el 3,7 % del PIB en 2015. El Banco Central de Rusia siguió relajando la orientación de su política monetaria en marzo, reduciendo el tipo de interés oficial en otros 100 puntos básicos hasta situarlo en el 14 %. Las condiciones de liquidez del mercado monetario han comenzado a normalizarse, aunque los costes de financiación del sistema bancario siguen siendo elevados. La reciente apreciación del rublo contribuirá a moderar las presiones inflacionistas, pero podría afectar negativamente a los ingresos de exportación y reducir los ingresos presupuestarios.

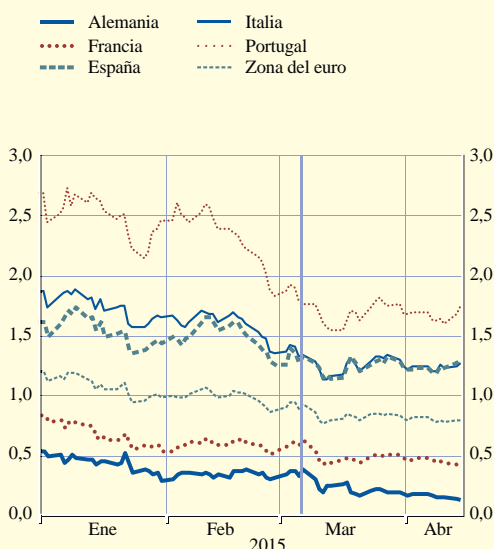
2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

Los tipos de interés de la zona del euro registraron nuevos mínimos históricos después de que el Eurosistema comenzara a realizar adquisiciones en el marco del Programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) el 9 de marzo. Los tipos de interés se redujeron de manera significativa en los distintos plazos de vencimiento en la mayoría de los países durante los primeros días de las compras (véase gráfico 3). Durante el período de referencia, comprendido entre el 5 de marzo y el 14 de abril, todos los países (excepto Grecia) registraron descensos de los rendimientos de la deuda soberana, observándose las mayores caídas en los países con calificación crediticia más elevada. El rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro disminuyó 14 puntos básicos y se situó en torno al 0,8 % al final del período de referencia. Los acusados descensos observados en los plazos más largos llevaron a un nuevo aplanamiento de las curvas de rendimientos de la deuda soberana en toda la zona. En los plazos más cortos, un número creciente de países registraron rendimientos negativos. La persistente incertidumbre existente en torno al acceso de Grecia a la financiación hizo que los rendimientos de la deuda soberana griega registraran una volatilidad considerable, pero hasta ahora no ha tenido un impacto negativo en las condiciones de financiación de otros países.

Los tipos *forward* del eonia también experimentaron un acusado descenso después de las primeras compras realizadas en el contexto del PSPP. Durante el período de referencia, el eonia se situó en -6 puntos básicos, en promedio, y principalmente fluctuó dentro de una banda estrecha de entre -4 y -9 puntos básicos. Los tipos *forward* del eonia volvieron a reducirse durante el período de referencia, de modo que la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó, especialmente en los plazos más largos (véase gráfico 4). Esto fue reflejo fundamentalmente de las expectativas de aumento del exceso de liquidez en el futuro como consecuencia de las adquisiciones efectuadas en el PSPP. Además, los 97,8 mm de euros obtenidos en la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) que se adjudicó el 19 de marzo de 2015 contribuyeron a que el exceso de liquidez se incrementara.

Gráfico 3 Rendimientos de la deuda soberana a diez años en algunos países de la zona del euro

(porcentaje)

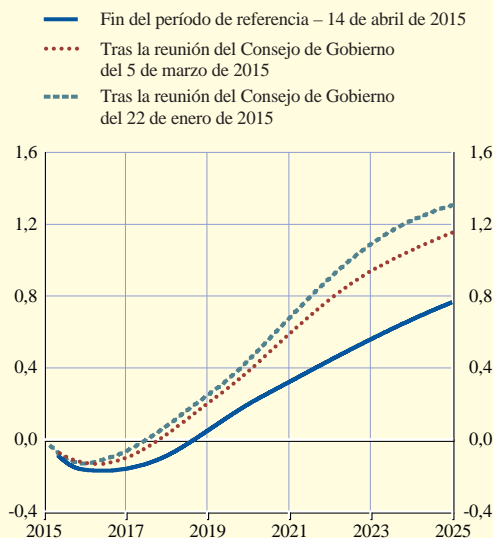


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical señala el último día de negociación antes del comienzo de las compras realizadas en el contexto del PSPP (6 de marzo). La zona del euro indica la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 14 de abril de 2015.

Gráfico 4 Curva de tipos forward del eonia

(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El volumen de fondos obtenido fue superior al esperado por los participantes en el mercado, lo que ejerció algunas presiones a la baja sobre los tipos *forward* del eonia durante el horizonte de vencimientos de las TLTRO (2018).

Los mercados de renta variable europeos continuaron registrando mejores resultados que los de Estados Unidos. Entre el 5 de marzo y el 14 de abril, el índice EURO STOXX amplió subió en torno al 6 %, mientras que el índice bursátil Standard and Poor's 500 de Estados Unidos no se modificó. Los buenos resultados que siguieron obteniéndose en los mercados de renta variable europeos se vieron favorecidos por el descenso de los rendimientos de los bonos, lo que redujo el factor de descuento de las acciones (que se compone del tipo de interés sin riesgo más bajo y de la prima de riesgo de las acciones) y posiblemente también incrementaron las expectativas de beneficios en el futuro. Las subidas de las cotizaciones bursátiles del sector financiero superaron a las del sector no financiero. Las acciones de empresas del sector financiero registraron un alza ligeramente inferior al 8 % durante el período de referencia, mientras que las del sector no financiero solo aumentaron un 5 %, aproximadamente.

El tipo de cambio del euro continuó depreciándose en un entorno de expectativas de divergencia prolongada de las políticas monetarias en la zona del euro y en otras jurisdicciones. El euro se debilitó un 3,7 %, en cifras ponderadas por el comercio, durante el período analizado. El euro se depreció ampliamente frente a la mayor parte de las principales monedas a principios de marzo, registrando el nivel más bajo en doce años, tanto en términos efectivos como frente al dólar estadounidense, a

mediados de mes. Posteriormente, la moneda única recuperó parte del terreno perdido como consecuencia de la publicación de nuevos datos macroeconómicos para la zona del euro y otras economías importantes. Sin embargo, a principios de abril volvió a depreciarse hasta registrar nuevos mínimos históricos, debido a las expectativas de los mercados de divergencia sostenida de las políticas monetarias en la zona del euro y en otras jurisdicciones. La depreciación del euro fue generalizada y, de hecho, también se debilitó frente al yen japonés, la libra esterlina y las monedas de otros países de la UE, así como frente a las de la mayoría de las economías emergentes, en particular el rublo ruso, que se recuperó de la fuerte depreciación registrada anteriormente, y a las de los países exportadores de materias primas.

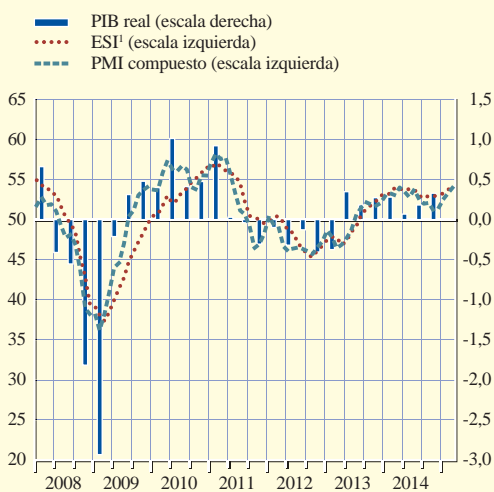
3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se confirmó que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,3 % en el último trimestre de 2014. La demanda interna, principalmente el consumo privado, y la demanda exterior neta, contribuyeron positivamente al crecimiento, mientras que la evolución de las existencias tuvo un impacto negativo. Aunque el producto ha crecido en los últimos trimestres (véase gráfico 5) y la tasa de desempleo ha descendido tras alcanzar un máximo en 2013, el nivel de capacidad ociosa de la economía todavía es considerable.

Los indicadores cuantitativos más recientes son acordes con la continuación de la expansión económica en el primer trimestre de este año. En febrero, la producción industrial, excluida la construcción, se incrementó un 1,1 %, en tasa intermensual y, en consecuencia, durante los dos primeros meses de 2015 se situó un 0,7 % por encima del nivel medio registrado en el último trimestre del año pasado. Del mismo modo, en enero, la producción de la construcción superó en un 2 % el nivel del cuarto trimestre. La evolución reciente de la producción de bienes de equipo apunta a un nuevo aumento de la inversión en la zona del euro en el primer trimestre, mientras que la del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles es acorde con un aumento continuo y acusado del consumo privado (véase también un análisis del consumo de bienes duraderos en el recuadro 2). Esta dinámica es alentadora en su conjunto, habida cuenta del destacado papel que se atribuye a la demanda interna en la recuperación.

Gráfico 5 PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice compuesto de directores de compra (PMI)

(tasa de crecimiento intertrimestral; índice de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea, Eurostat y BCE.
 Nota: Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2014 para el PIB y a marzo de 2015 para el ESI y el PMI.
 1) EL ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI.

La evolución reciente de la producción de bienes de equipo apunta a un nuevo aumento de la inversión en la zona del euro en el primer trimestre, mientras que la del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles es acorde con un aumento continuo y acusado del consumo privado (véase también un análisis del consumo de bienes duraderos en el recuadro 2). Esta dinámica es alentadora en su conjunto, habida cuenta del destacado papel que se atribuye a la demanda interna en la recuperación.

Indicadores de opinión más recientes apuntan a un afianzamiento de la recuperación económica en el próximo período. El índice PMI compuesto de producción de la zona del euro y el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) mejoraron entre el cuarto trimestre del año pasado y el primer trimestre de este año (véase gráfico 5).

Durante el primer trimestre, ambos indicadores se situaron, en promedio, por encima de sus respectivas medias de largo plazo, sugiriendo que la recuperación está cobrando impulso. Además, los niveles de confianza de los consumidores de la zona del euro volvieron a aumentar de forma pronunciada entre febrero y marzo. En los cuatro últimos meses, el indicador de confianza de los consumidores, que actualmente es bastante superior a su media de largo plazo, se ha recuperado con creces de la caída registrada en el verano y el otoño del año pasado, alcanzando un nivel no observado desde el otoño de 2007 (véase también el recuadro 3). Por otra parte, la última encuesta sobre préstamos bancarios indica que las restricciones en la oferta de crédito siguieron reduciéndose en el primer trimestre de este año, lo que debería contribuir a la recuperación económica. Los datos procedentes de encuestas sobre la evolución de las exportaciones, que cubren todo el primer trimestre, muestran un panorama algo más optimista que los datos cuantitativos sobre comercio. Por ejemplo, la encuesta PMI señala que los nuevos pedidos exteriores aumentaron entre el último trimestre de 2014 y el primer trimestre de este año, alcanzando un nivel superior a la media de largo plazo.

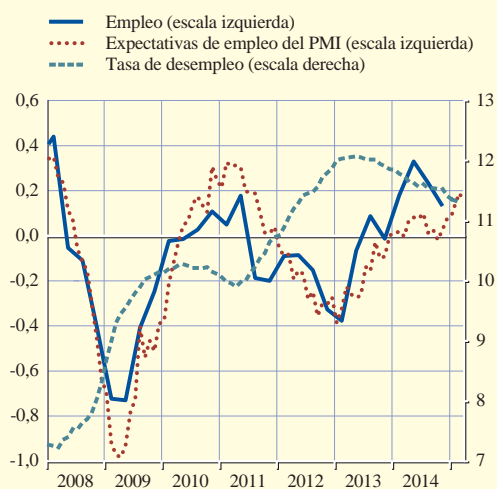
Aunque persiste la debilidad de los mercados de trabajo, la situación está mejorando. El empleo volvió a aumentar un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 6). En consecuencia, el empleo se situó un 0,9 % por encima del nivel registrado un año antes, constituyendo el mayor incremento interanual observado desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, se redujo de nuevo en febrero, situándose en el 11,3 %. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas apunta a que los mercados de trabajo mejorarán a un ritmo algo más rápido en el próximo período.

Si se considera más allá del corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo debería respaldar el crecimiento económico, en particular la demanda interna, a través de aumentos de la renta real disponible de los hogares y de los beneficios empresariales. La demanda interna también debería verse favorecida por la mejora en curso de las condiciones financieras, así como por los avances logrados en materia de consolidación fiscal y reformas estructurales. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de las expectativas de recuperación mundial y de mejoras en la competitividad-precio.

No obstante, es probable que la recuperación de la zona siga viéndose frenada por los ajustes de los balances necesarios en algunos sectores y por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>) muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado se revisaron al alza 0,3 puntos porcentuales, hasta el 1,4 %, para 2015, y 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,7 % para 2016, en comparación con la encuesta anterior. Al mismo tiempo, las expectativas relativas a la tasa de desempleo se revisaron a la baja para 2015 y 2016.

Gráfico 6 Empleo en la zona del euro, expectativas de empleo del índice de directores de compras (PMI) y desempleo

(tasa de crecimiento intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y Markit.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2014 para el empleo, a febrero de 2015 para el desempleo y a marzo de 2015 para el PMI.

4 PRECIOS Y COSTES

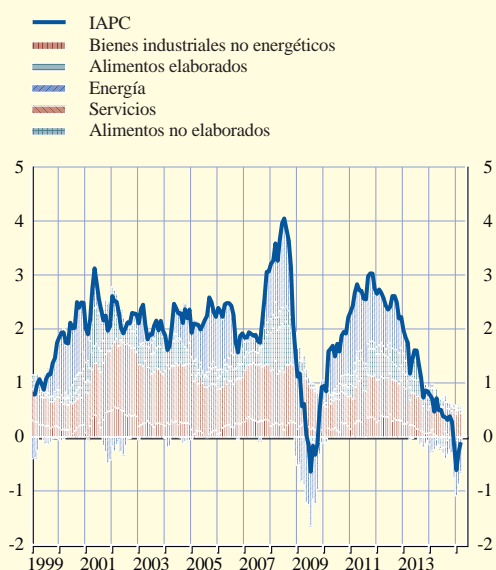
La inflación de la zona del euro ha permanecido en niveles negativos en los últimos meses, pero se encuentra en una trayectoria ascendente. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación de la zona del euro medida por el IAPC se incrementó hasta situarse en el $-0,1\%$ en marzo de 2015, desde el $-0,3\%$ de febrero y el $-0,6\%$ de enero (véase gráfico 7). Este repunte refleja una tasa de crecimiento interanual de los precios de la energía mucho menos negativa resultante del aumento de los precios del petróleo en euros observado desde mediados de enero. En contraste con la inflación general, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, (que registró una tasa de variación interanual del $0,6\%$ en marzo) continúa oscilando entre el $0,6\%$ y el 1% , que es el intervalo registrado desde finales de 2013.

El cambio de sentido de las presiones inflacionistas está haciéndose perceptible poco a poco en otros datos recientes. Los datos procedentes de la encuesta PMI a los directores de compras sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, así como de la encuesta de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta, indican que los precios repuntaron en febrero de 2015 y se estabilizaron en marzo en todos los sectores. Además, según el último desglose disponible de datos sobre el IAPC, la proporción de componentes que registraron tasas de inflación negativas o muy bajas descendió en febrero, tanto en el caso de la inflación general medida por el IAPC como en el de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, tras alcanzar un máximo en enero.

Las presiones inflacionistas latentes continúan siendo reducidas, aunque la reciente depreciación del euro ha ejercido algunas presiones al alza. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, volvió a disminuir ligeramente en febrero 2015, pero la correspondiente a los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio interrumpió el descenso observado recientemente (situándose en el $-0,1\%$.) y la de los precios de consumo de los alimentos se incrementó hasta el $-1,3\%$ en febrero, desde el $-1,5\%$ de enero. Esta evolución apunta a un posible punto de inflexión en la dinámica de los precios industriales que están estrechamente relacionados con los precios de los bienes de consumo en el IAPC. La tasa de variación del componente de bienes del IAPC también refleja la transmisión de la evolución de los precios de los bienes importados, y la correspondiente a los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio aumentó de nuevo en enero, reflejando la depreciación del euro.

Gráfico 7 Contribución de los componentes a la inflación general de la zona del euro medida por el IAPC

(variación interanual en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente se refiere a la estimación preliminar para marzo de 2015.

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, volvió a disminuir ligeramente en febrero 2015, pero la correspondiente a los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio interrumpió el descenso observado recientemente (situándose en el $-0,1\%$.) y la de los precios de consumo de los alimentos se incrementó hasta el $-1,3\%$ en febrero, desde el $-1,5\%$ de enero. Esta evolución apunta a un posible punto de inflexión en la dinámica de los precios industriales que están estrechamente relacionados con los precios de los bienes de consumo en el IAPC. La tasa de variación del componente de bienes del IAPC también refleja la transmisión de la evolución de los precios de los bienes importados, y la correspondiente a los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio aumentó de nuevo en enero, reflejando la depreciación del euro.

Los últimos datos sobre costes laborales y márgenes de beneficios continúan señalando que las presiones inflacionistas internas son moderadas por el momento. Del tercer al cuarto trimestre de 2014, el crecimiento interanual de los salarios en la zona del euro aumentó ligeramente, desde el $1,2\%$ hasta el $1,3\%$, calculado en términos

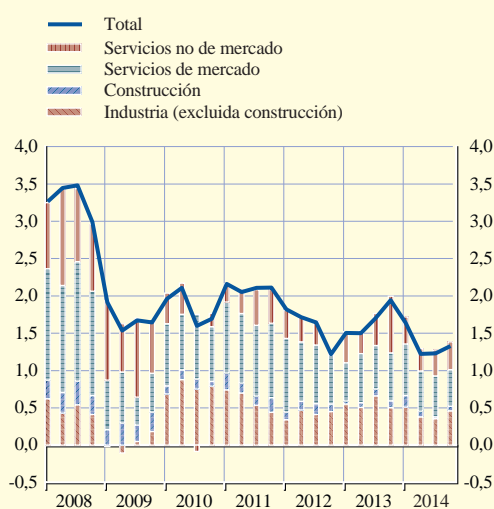
de la remuneración por asalariado, mientras que descendió desde el 1,3 % hasta el 1,1 %, medido en términos de horas trabajadas. El leve incremento del crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se debió principalmente a una contribución mayor de la industria (véase gráfico 8). Como el crecimiento de la productividad del trabajo siguió disminuyendo, el crecimiento de los costes laborales unitarios experimentó un aumento marginal. El crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) se debilitó en el cuarto trimestre de 2014, como consecuencia de la desaceleración de la tasa de crecimiento de los beneficios por unidad de producto (una medida del margen) que contrarrestó el impacto del fortalecimiento sostenido del crecimiento del PIB real. Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento de los beneficios se situó en territorio negativo en la industria, mientras que se incrementó ligeramente en los servicios de mercado. El deflactor del PIB, que es un indicador de las presiones inflacionistas internas, cayó hasta situarse en el 0,9 % en el cuarto trimestre, frente al 1 % del trimestre anterior, reflejando una evolución moderada de los costes laborales unitarios y de los márgenes de beneficios.

Sobre la base de la información disponible y los precios de los futuros del petróleo vigentes, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles muy bajos en los próximos meses, antes de aumentar de nuevo. Se espera que las tasas de inflación se incrementen en meses posteriores de 2015 y que sigan avanzando en 2016 y 2017, respaldadas por el impacto favorable de las medidas de política monetaria adoptadas recientemente sobre la demanda agregada, el efecto de la depreciación del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero aumento de los precios del petróleo en los próximos años. Los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al segundo trimestre de 2015 indican que, las expectativas medias de inflación se sitúan en el 0,1 %, el 1,2 % y el 1,6 % para 2015, 2016 y 2017, respectivamente (la encuesta está disponible en: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). En comparación con la EPE anterior, las expectativas de inflación se revisaron a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2015 y al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2016 y 2017. Desde mediados de enero de 2015, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas tanto en indicadores de mercado como en indicadores de opinión se han recuperado con respecto a los bajos niveles anteriores (véase recuadro 4). De acuerdo con los resultados de la EPE, las expectativas sitúan la inflación media en el 1,8 % para 2019.

En cuanto a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro volvió a aumentar hasta situarse en el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2014. La recuperación de los precios de la vivienda continuó a un ritmo moderado, aunque persistieron diferencias importantes en la magnitud del crecimiento entre los distintos países de la zona del euro. Se espera que el crecimiento de los precios de

Gráfico 8 Remuneración por asalariado en la zona del euro, por sectores

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como servicios públicos generales, educación o sanidad. Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia restante con el total de servicios. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2014.

la vivienda en la zona del euro siga fortaleciéndose en el próximo período, debido a las expectativas de aumento del crecimiento de la renta, a unas condiciones de financiación favorables y a la corrección de anteriores desajustes de los precios de la vivienda en los últimos años.

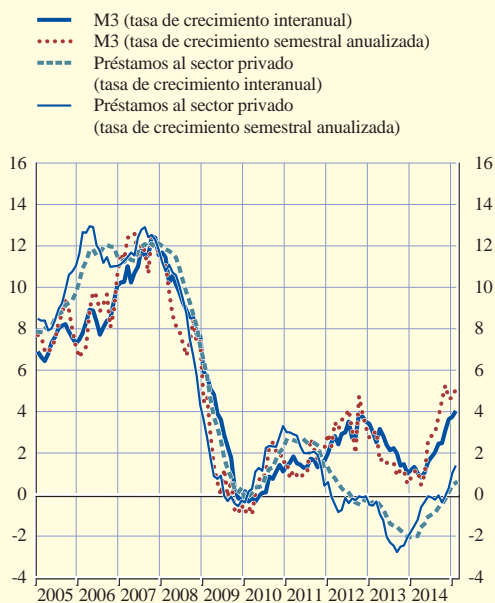
5 DINERO Y CRÉDITO

El crecimiento monetario continuó fortaleciéndose. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 4% en febrero, frente al 3,7% de enero (véase gráfico 9)¹. La recuperación del crecimiento de M3 siguió reflejando elevadas entradas de fondos en los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras. El agregado monetario estrecho M1 mantuvo su robusta expansión. La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 9,1% en febrero, lo que apunta a una continuación de la recuperación económica en la zona del euro.

En un entorno de tipos de interés muy reducidos, los componentes más líquidos de M3 aumentaron su atractivo. La baja remuneración de los activos monetarios anima a los sectores tenedores de dinero a preferir los depósitos a la vista frente a otros depósitos o instrumentos negociables incluidos en M3, dado que la facilidad de liquidez no pecuniaria que ofrecen supera el diferencial de rendimiento con respecto a otras inversiones a corto plazo. De hecho, los datos recientes muestran que otros depósitos a corto plazo siguieron contrayéndose, pese a los bajos tipos de interés. Los instrumentos negociables comenzaron a recuperarse y registraron cuantiosas entradas en febrero.

Gráfico 9 M3 y préstamos al sector privado

(tasa de variación interanual y tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

El cambio de composición de las carteras respaldó el crecimiento del agregado monetario amplio.

Aunque algunos inversores pasaron de depósitos menos líquidos incluidos en M3 a activos de mayor riesgo no contenidos en M3, otros inversores se alejaron de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, favoreciendo así el crecimiento de M3. El análisis de la contribución de las distintas contrapartidas al crecimiento de M3 muestra que, en los últimos meses, su dinámica ha estado impulsada, principalmente, por el alejamiento de dichos pasivos financieros en favor de los instrumentos a más corto plazo incluidos en M3. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que obran en poder del sector tenedor de dinero se situó en el -5,7% en febrero. El respaldo de los activos exteriores netos al crecimiento de M3 se está moderando. La contribución de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a disminuir en

¹ Los datos publicados para febrero de 2015 conllevaron revisiones significativas, que se debieron principalmente a la aplicación de la nueva regulación sobre estadísticas de los balances de las IFM y las variaciones en el marco de información estadística de varios bancos centrales nacionales.

febrero con respecto a su máximo histórico de mediados de 2014. En el período de doce meses transcurrido hasta febrero de 2015, las entradas registradas en los activos exteriores netos de las IFM ascendieron a 149 mm de euros, en comparación con un máximo histórico de 412 mm de euros en el período de doce meses hasta julio de 2014. Aunque el superávit por cuenta corriente de la balanza de pagos continúa siendo un factor positivo, las importantes amortizaciones netas por parte de no residentes de valores emitidos por residentes en la zona del euro ejercieron un efecto negativo en el período de doce meses transcurrido hasta febrero de 2015.

La continuación de la recuperación del crecimiento de los préstamos está prestando apoyo adicional al crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado aumentó desde el 0,4% en enero hasta el 0,6% en febrero (véase gráfico 9). La mejora gradual de la dinámica del crédito fue evidente tanto en el caso de los hogares como en el de las empresas. La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se incrementó nuevamente y se situó en el -0,4% en febrero (frente al -0,9% de enero). El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares experimentó un ligero avance y se situó en el 1% en febrero (frente al 0,9% de enero), superando así la media del 0,5% observada desde el verano de 2012, cuando el BCE dio señales de su disposición a actuar con decisión. Pese a estas tendencias positivas, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía frenan la dinámica del crédito.

Los tipos de interés del crédito bancario registraron una disminución adicional (véase gráfico 10). La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, unos balances reforzados y una menor fragmentación de los mercados financieros en general se tradujeron en una nueva reducción de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos. El descenso del coste de la financiación mediante depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro fue generalizado en los distintos países en febrero. La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las IFM siguió siendo negativa. La actual contracción de los balances y el fortalecimiento de la base de capital de las entidades de crédito están reduciendo la necesidad de que las entidades recurran a la financiación mediante la emisión de estos valores. En parte como consecuencia de la transmisión más rápida e intensa de los costes de financiación de las entidades de crédito a las condiciones aplicadas al crédito bancario, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se contrajo en el cuarto trimestre de 2014 y a principios de 2015. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras volvieron a disminuir en febrero, especialmente en el caso de los préstamos a corto plazo (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron hasta el 2,34% en febrero, en comparación con

Gráfico 10 Tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y los hogares



Fuente: BCE.
Nota: El indicador para los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios se calcula agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones.

el 2,80% de junio de 2014). Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente sin variación en febrero (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 2,38%). En febrero, la disminución del coste nominal de la financiación externa se debió, fundamentalmente, a la caída del coste de las acciones y, en menor medida, al descenso del coste de la financiación mediante deuda.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2015 señala nuevas mejoras en las condiciones de los préstamos y créditos (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Las entidades de crédito continuaron relajando los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras (en términos netos) en el primer trimestre de 2015, mientras que en el caso de los préstamos a hogares el panorama fue diverso. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, los criterios de aprobación siguen siendo restrictivos. La relajación neta en el caso de las sociedades no financieras estuvo impulsada por la disminución del coste de la financiación bancaria y la mejora de la situación de los balances de las IFM, así como por el aumento de las presiones de la competencia. La encuesta también muestra que la liquidez adicional procedente del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) está siendo utilizada por las entidades de crédito especialmente para conceder préstamos. Este programa está dando lugar a una contracción de los márgenes de intermediación, lo que tiende a reducir la rentabilidad de las entidades de crédito. No obstante, se espera que las plusvalías procedentes de las ventas de deuda pública por parte de las entidades de crédito ejerzan un impacto positivo sobre la rentabilidad a corto plazo. Además, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) están contribuyendo a estrechar los márgenes de los préstamos. La encuesta apunta a una recuperación de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras, de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito al consumo. En este contexto, el bajo nivel general de los tipos de interés fue un importante factor impulsor de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares.



RECUADROS

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEMANDA EXTERIOR NETA DE JAPÓN

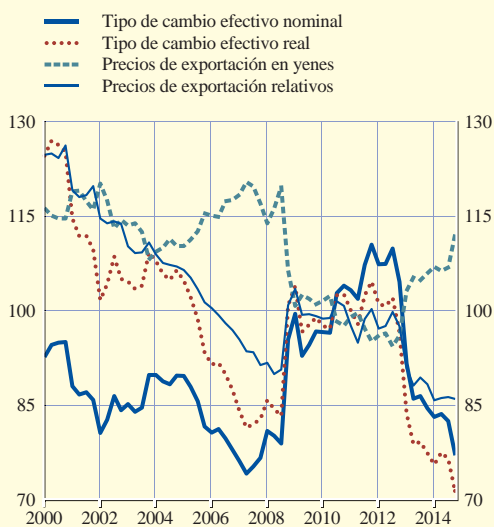
Hace más de dos años, el Gobierno de Japón anunció una estrategia para reactivar la economía.

Incluso antes de la elección del nuevo Gobierno presidido por el primer ministro Abe en noviembre de 2012, los mercados financieros ya habían anticipado un cambio de política significativo. Una consecuencia fue la acusada depreciación del yen japonés, que ha caído un 30% en términos efectivos nominales desde septiembre de 2012 (véase gráfico A), lo que generó la expectativa de que la economía japonesa experimentaría un impulso notorio a través de un aumento de la demanda exterior (neta) en la medida en que un yen más débil incrementaría la competitividad-precio de los productos japoneses en el exterior, elevando al mismo tiempo el precio de los bienes importados en Japón. Con todo, durante los dos años y medio últimos, el crecimiento de las exportaciones en términos reales en Japón ha sido más bien débil, mientras que la dinámica de las importaciones reales ha sido relativamente robusta. Desde finales de 2012, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB ha sido, en promedio, prácticamente nula¹. A continuación, se analizan los factores determinantes de la evolución reciente de la demanda exterior neta de Japón. Se observa que el tipo de cambio es solo una variable de las que afectan a su comportamiento y se concluye que la relativa atonía de la demanda de exportaciones japonesas y, en menor medida, la mayor demanda de gas natural (importado) tras el terremoto de 2011

1 La contribución media de la demanda exterior neta excluye los datos del primer trimestre de 2014, ya que las series oficiales de exportaciones e importaciones están distorsionadas debido a una ruptura estadística que refleja un cambio en la clasificación de las exportaciones de servicios.

Gráfico A Tipos de cambio efectivos del yen y precios de exportación

(índice 2010 = 100)

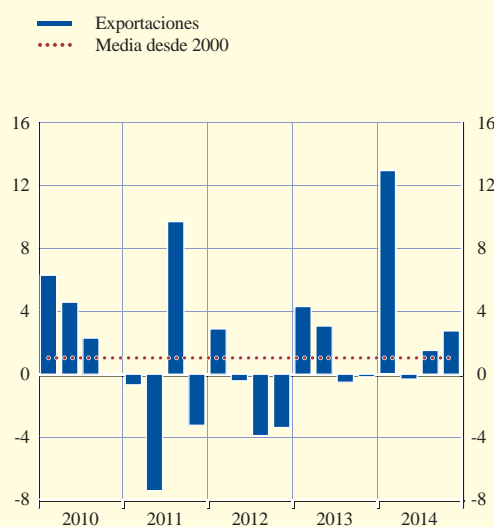


Fuente: Haver.

Notas: El tipo de cambio efectivo nominal del yen se calcula frente a las monedas de los 56 socios comerciales más importantes de Japón. Los precios de exportación relativos se calculan como la media ponderada por el comercio de los deflatores de exportación de los socios comerciales de Japón, medidos en yenes, en comparación con los precios de exportación de Japón.

Gráfico B Crecimiento de las exportaciones reales

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Haver.

Nota: La media excluye la tasa de crecimiento intertrimestral correspondiente al primer trimestre de 2014, ya que la serie oficial de exportaciones está distorsionada debido a una ruptura estadística que refleja un cambio en la clasificación de las exportaciones de servicios.

también desempeñan un papel importante a la hora de explicar la evolución reciente. En conjunto, tomando en consideración estas influencias, puede afirmarse que la evolución tanto de las exportaciones como de las importaciones ha estado, en general, en consonancia con las variables fundamentales.

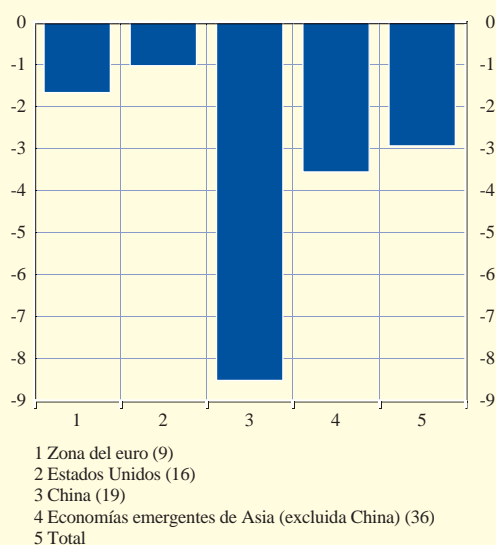
Desde finales de 2012, el crecimiento medio de las exportaciones en Japón ha sido más bien moderado. Si bien el crecimiento de las exportaciones repuntó de forma acusada al iniciarse la depreciación del yen, la expansión se estancó en los cuatro trimestres posteriores y no se recuperó hasta el segundo semestre del año pasado (véase gráfico B). Considerando la volatilidad registrada en el pasado, el crecimiento medio trimestral desde el cuarto trimestre de 2012 ha sido del 1%². Aunque esta cifra está en consonancia con el crecimiento medio observado desde 2000, es inferior a la registrada en anteriores episodios de fuerte depreciación del yen.

El principal factor determinante de este moderado crecimiento de las exportaciones ha sido la evolución de la demanda externa, más débil de lo previsto. La demanda externa ha sido especialmente débil en los dos últimos años, debido en parte a la falta de dinamismo generalizada del comercio mundial desde 2011. Pero Japón ha sufrido, en particular, la desaceleración del crecimiento en sus mercados de exportación, principalmente China y el resto de economías emergentes de Asia, en los que el crecimiento de las importaciones desde 2012 se ha situado muy por debajo de las medias registradas en el pasado (véase gráfico C). Al mismo tiempo, Japón ha seguido experimentando un descenso de su

2 Véase la nota a pie de página 1 de este recuadro.

Gráfico C Variación del crecimiento de las importaciones en los principales mercados de exportación de Japón

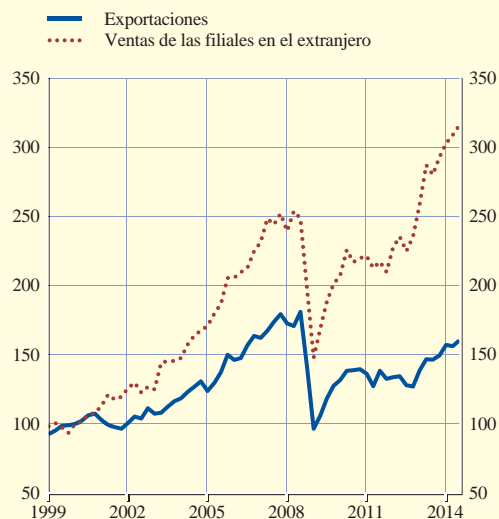
(variación en puntos porcentuales del crecimiento medio interanual en 2012-2014 en comparación con 2000-2014)



Fuente: Haver.
Nota: Las cifras entre paréntesis muestran el porcentaje de las exportaciones totales con destino a cada región en 2012.

Gráfico D Exportaciones y ventas de las filiales en el extranjero

(exportaciones y ventas nominales; índice 1999 = 100)



Fuente: Ministerio de Economía, Comercio e Industria.

cuota de mercado de exportación, que podría estar relacionado en parte con la tradicional tendencia del país a desplazar su producción al exterior (véase gráfico D), en virtud de la cual, las empresas han atendido la demanda recurriendo cada vez más a filiales en el extranjero.

No obstante, las exportaciones japonesas todavía se han beneficiado en cierta medida de la acusada depreciación del yen a través de la mejora asociada de la competitividad-precio, que ha compensado en parte la debilidad de la demanda externa. El tipo de cambio efectivo nominal del yen se ha depreciado un 30% con respecto al máximo alcanzado en el tercer trimestre de 2012. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta los movimientos de los precios de exportación en otros países, el precio de exportación relativo de Japón se ha reducido un 13% desde 2012, lo que significa que el país ha registrado una considerable mejora en su competitividad-precio (véase gráfico A) que, a su vez, ha contribuido al crecimiento de las exportaciones. Dado que los exportadores japoneses solo han ajustado parcialmente a la baja sus precios en moneda extranjera, ello ha supuesto un incremento sustancial de los precios de exportación en yenes, lo que ha estimulado sus beneficios. También les ha ayudado a revertir en parte la compresión de los márgenes que sufrieron cuando el yen se apreció significativamente tras la crisis financiera.

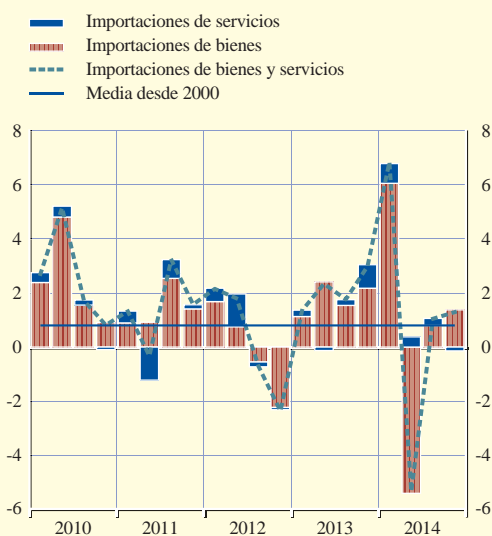
La reciente transmisión de las variaciones de los tipos de cambio a los precios de exportación es, en general, coherente con experiencias anteriores. Las estimaciones que aparecen en la literatura sugieren que la transmisión de la depreciación del tipo de cambio a los precios de exportación de Japón en las monedas de los importadores es normalmente inferior a uno, de lo que se deduce que algunos exportadores están aplicando una política de «pricing to market», lo que podría guardar relación con las prácticas de facturación japonesas; en comparación con otras economías avanzadas, Japón solo factura una pequeña proporción de sus exportaciones en su propia moneda.

El sólido crecimiento de las importaciones también ha afectado a la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

Desde comienzos de 2013, las importaciones han crecido, en promedio, un 1,5% en tasa intertrimestral, a un ritmo más fuerte que la tasa media de crecimiento desde el año 2000. El período reciente de depreciación del yen se ha caracterizado por una volatilidad considerable, que refleja, principalmente, el adelanto de la demanda antes de la subida del IVA en abril de 2014, cuando las importaciones aumentaron de forma acusada. Tras reducirse en los trimestres siguientes, las importaciones reanudaron su crecimiento hacia finales del pasado año, hasta niveles más en consonancia con las medias históricas (véase gráfico E). La senda de crecimiento de las importaciones se ha visto determinada, principalmente, por los cambios en la demanda final, mientras que las variaciones de los precios han desempeñado un papel comparativamente menor. En Japón, la dinámica de las importaciones suele ser relativamente insensible a los precios,

Gráfico E Crecimiento de las importaciones reales

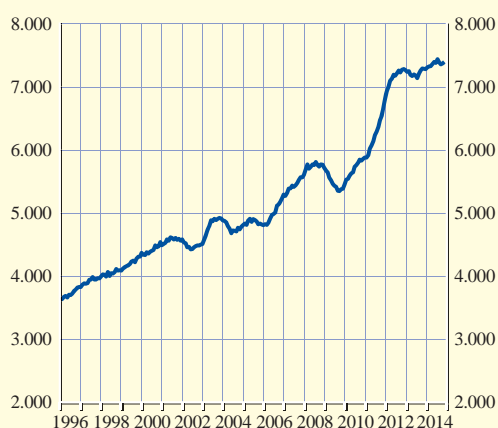
(crecimiento intertrimestral, tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Haver.

Gráfico F Importaciones reales de gas natural licuado

(miles de toneladas, medias de doce meses)



Fuente: Haver.

con una baja elasticidad-precio a largo plazo. Esto, a su vez, supone que aunque la depreciación del yen dio lugar a una subida de los precios relativos de los bienes importados frente a los de los bienes producidos en el país, solo creó una mínima oportunidad de crecimiento para las importaciones en los últimos trimestres, lo que podría deberse a la elevada proporción de importaciones de materias primas, cuya demanda es, típicamente, menos sensible a las variaciones de los precios. Además, en Japón, la demanda de importaciones energéticas ha sido especialmente elevada desde el desastre de Fukushima de 2011, que obligó a las plantas generadoras de energía japonesas a sustituir rápidamente la energía no producida por combustibles fósiles (en su mayoría importados). Desde entonces, el volumen de importaciones de gas natural se ha incrementado en torno a un 40 % (véase gráfico F).

En conjunto, tanto las exportaciones como las importaciones han evolucionado, en general, en consonancia con las variables fundamentales. El reciente crecimiento de las exportaciones ha sido, de hecho, más bien moderado, habida cuenta de la depreciación del yen, pero el principal factor determinante de esta debilidad es la atonía de la demanda externa, especialmente de China y las economías emergentes de Asia, que son los principales mercados de exportación de Japón. A las exportaciones japonesas les ha beneficiado la mejora de la competitividad-precio; por su parte, la reciente transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios de exportación ha sido, en general, coherente con experiencias anteriores. En cambio, el crecimiento de las importaciones ha sido relativamente sólido desde la depreciación del yen, impulsado principalmente por la vigorosa demanda interna, especialmente en anticipación de la subida del IVA. El incremento de las importaciones en términos reales refleja también el aumento de la demanda de gas natural (importado) tras el desastre de Fukushima de 2011.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CONSUMO DE BIENES DURADEROS

El consumo de bienes duraderos en la zona del euro ha registrado recientemente un vigoroso crecimiento¹. En 2014 el crecimiento medio interanual del gasto en consumo de bienes duraderos en la zona del euro fue similar al observado antes de la crisis financiera (véase gráfico A). Esta recuperación se explica, principalmente, por la sólida contribución positiva de los bienes duraderos distintos de los automóviles. Las ventas de automóviles también contribuyeron, en cierta medida, a la recuperación, registrando un aumento considerable con respecto a 2013. Sin embargo, ha de tenerse en cuenta que las tendencias subyacentes de las ventas de automóviles son más difíciles de identificar, ya que en los últimos años se han visto muy afectadas por diversas medidas nacionales de carácter transitorio. La mejora del consumo de bienes duraderos desde 2013 no se ha limitado a unos pocos países, sino que ha sido generalizada en toda la zona del euro, lo que sugiere una recuperación amplia del gasto en esta categoría de bienes (véase gráfico B).

1 Véase también el recuadro titulado «Recent developments in the consumption of durable goods in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

Gráfico A Consumo de bienes duraderos en la zona del euro

(tasas de variación interanual y contribuciones)

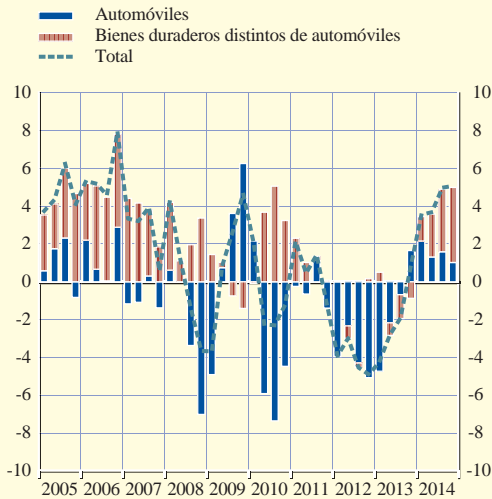
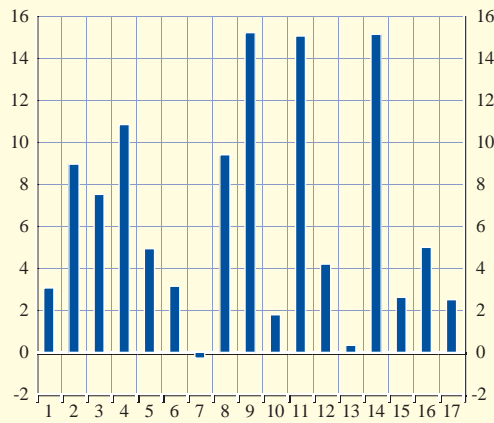


Gráfico B Consumo de bienes duraderos en los países de la zona del euro en 2014

(tasas de variación interanual)



1 Alemania	7 Chipre	13 Austria
2 Estonia	8 Letonia	14 Portugal
3 Grecia	9 Lituania	15 Eslovenia
4 España	10 Luxemburgo	16 Eslovaquia
5 Francia	11 Malta	17 Finlandia
6 Italia	12 Países Bajos	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los agregados de la zona del euro se aproximan utilizando los datos disponibles de todos los países de la zona salvo Bélgica e Irlanda. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2014 (excepto en el caso de Luxemburgo, país para el que solo se dispone de datos hasta el tercer trimestre de 2014).

Fuente: Eurostat.
Notas: Este gráfico se basa en datos anuales, con la excepción de Luxemburgo y Finlandia, para los que solo se dispone de datos trimestrales. En el caso de Luxemburgo, solo hay datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2014. No hay datos disponibles para Bélgica ni Irlanda.

El consumo de bienes duraderos es generalmente más sensible a los cambios en la situación económica que el consumo de bienes no duraderos y servicios.

Entre los cambios en la situación económica pueden mencionarse las variaciones imprevistas de la renta o de las condiciones de financiación, la mayor incertidumbre macroeconómica o los cambios en las expectativas de precios. El consumo de bienes duraderos suele ser más sensible a estos cambios porque dichos bienes tienen un ciclo vital largo y un precio más elevado por artículo, lo que significa que podría posponerse su compra. Así pues, aunque el consumo de bienes duraderos representa un porcentaje relativamente pequeño del consumo privado total (alrededor del 9% en la zona del euro), puede servir como indicador importante de la percepción de los hogares respecto a la situación económica.

La actual recuperación generalizada del consumo de bienes duraderos se ha visto respaldada por la reversión de factores adversos del pasado, pese a la persistencia de algunos factores moderadores.

En el período comprendido entre 2012 y mediados de 2013, aproximadamente, la inquietud suscitada en algunos países respecto a la sostenibilidad de la deuda, el aumento del desempleo, la débil evolución de la renta real disponible y la riqueza de los hogares, las presiones de desapalancamiento de los hogares, así como el aumento de la incertidumbre y la escasa confianza de los consumidores fueron los principales factores determinantes de la negativa evolución del gasto en bienes de consumo duradero. Estos factores adversos han desaparecido en gran medida y, en algunos casos, incluso se han revertido. En particular, la orientación sumamente acomodaticia de la política monetaria, los precios más bajos del petróleo, así como la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y la desaceleración del ritmo de consolidación fiscal han dado lugar a una recuperación de la renta real disponible de los hogares y a una relajación de las condiciones de financiación. Algunos factores especiales también podrían haber influido. Por ejemplo, los fuertes aumentos de las ventas de automóviles registrados recientemente en España guardaron relación, en parte, con la prórroga del plan de sustitución de vehículos (plan PIVE) introducido por el Gobierno. La recuperación del consumo de bienes duraderos distintos de los automóviles (como mobiliario y electrodomésticos) podría ser también una muestra de las mejoras observadas en el sector de la construcción residencial. Reflejo de la mejora de la situación económica, la confianza de los consumidores y, en particular, las expectativas de los hogares respecto al desempleo y su situación financiera han mejorado de forma acusada desde 2013 (véase gráfico C)². Además, los consumidores podrían tener ahora la necesidad de reemplazar los bienes de consumo duradero depreciados durante el reciente episodio de muy elevada incertidumbre y de aumento del desempleo. No obstante, el fuerte endeudamiento de los hogares y el menor, aunque todavía considerable, nivel de incertidumbre respecto a las perspectivas económicas podrían seguir teniendo un efecto moderador en las compras de bienes «importantes».

De cara al futuro, han mejorado los indicadores de opinión de las intenciones de los consumidores respecto a las grandes compras.

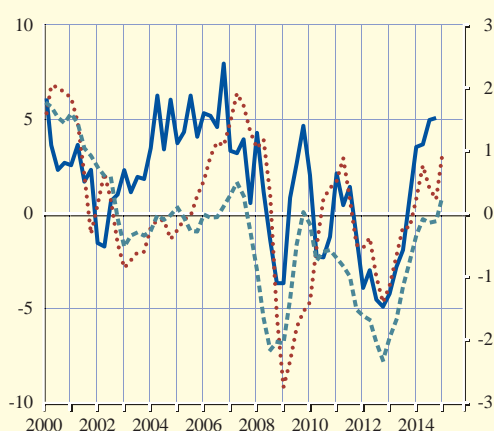
Los indicadores que recogen las intenciones actuales y futuras de realizar grandes compras han sido una buena vara para medir las futuras compras de bienes de consumo duradero en la zona del euro. El indicador de intenciones actuales se sitúa ahora en los valores registrados antes de la crisis financiera (véase gráfico D). El de intenciones futuras (compras que está previsto realizar en los próximos doce meses) ha mejorado significativamente en los últimos meses, aunque se mantiene en niveles muy inferiores a la media de largo plazo.

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Factores que han estado impulsando la confianza de los consumidores» en este número del Boletín Económico.

Gráfico C Consumo de bienes duraderos y expectativas de los hogares en la zona del euro

(tasas de variación interanual; saldos de respuestas trimestrales normalizados)

- Consumo de bienes duraderos (escala izquierda)
- Expectativas de desempleo (invertida, escala derecha)
- - - Situación financiera (escala derecha)



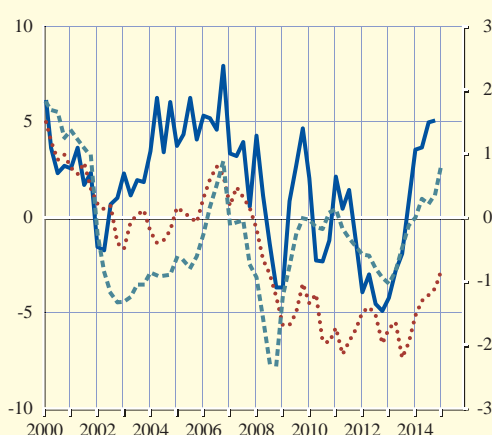
Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Notas: Los saldos de respuestas proceden de la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea. Las expectativas se refieren a los doce meses siguientes. Los datos se han normalizado utilizando la media histórica y la desviación estándar. La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015 para las encuestas y al cuarto trimestre de 2014 para el consumo de bienes duraderos.

Gráfico D Consumo de bienes duraderos e intenciones de los consumidores de realizar grandes compras

(tasas de variación interanual; saldos de respuestas trimestrales normalizados)

- Consumo de bienes duraderos (escala izquierda)
- Intenciones futuras respecto a las grandes compras (escala derecha)
- - - Intenciones actuales respecto a las grandes compras (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Notas: Los saldos de respuestas proceden de la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea. Los datos se han normalizado utilizando la media histórica y la desviación estándar. La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015 para las encuestas y al cuarto trimestre de 2014 para el consumo de bienes duraderos.

En general, pese al entorno de baja inflación, no hay evidencia de que los consumidores estén retrasando actualmente sus compras de bienes de consumo duradero. Ese retraso es uno de los canales a través de los cuales la inflación negativa o la deflación podrían tener un efecto adverso sobre el crecimiento económico, especialmente cuando los tipos de interés registran un límite inferior igual a cero. Cuando los consumidores esperan que los precios sean más bajos en el futuro pueden tomar la decisión de retrasar las compras de bienes de consumo duradero menos esenciales y más costosos. Este canal de transmisión ha encontrado cierto respaldo empírico en estudios de episodios de deflación o de baja inflación³. En cambio, los datos recientes sobre la zona del euro sugieren que el aumento de la renta real de los hogares, como consecuencia de la inflación más reducida, se está traduciendo en un mayor consumo, incluso de bienes duraderos, que está respaldando la recuperación económica.

3 Véanse, por ejemplo, T.F. Cargill y E. Parker, «Price deflation and consumption: central bank policy and Japan's economic and financial stagnation», *Journal of Asian Economics*, Vol. 15(3), 2004, pp. 493-506 y M. Hori y S. Shimizutani, «Price expectations and consumption under deflation: evidence from Japanese household survey data», *International Economics and Economic Policy*, Vol. 2(2), noviembre de 2005, pp. 127-151.

Recuadro 3

FACTORES QUE HAN ESTADO IMPULSANDO LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

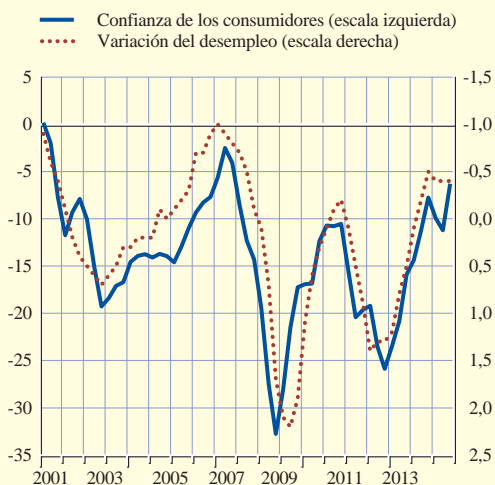
La confianza de los consumidores de la zona del euro aumentó de manera acusada en marzo de 2015 por cuarto mes consecutivo hasta alcanzar niveles anteriores a la crisis. Esto supuso una recuperación de la disminución de la confianza registrada en el segundo semestre de 2014. En general, desde principios de 2013, la confianza de los consumidores ha mostrado una tendencia a mejorar. En este recuadro se analiza más detenidamente la evolución reciente de la confianza de los consumidores y se examina la medida en que los precios más bajos del petróleo y la reducción del desempleo han estado impulsando este indicador.

El aumento más reciente de la confianza de los consumidores coincidió con una recuperación gradual del mercado de trabajo y unos precios más bajos del petróleo. Pese al retroceso observado en el segundo semestre de 2014, los mercados de trabajo de la zona del euro han mejorado de forma sostenida desde finales de 2012, lo que podría estar reforzando la confianza de los consumidores (véase gráfico A). Además, los precios del petróleo experimentaron una acusada caída en la segunda mitad de 2014 y se han mantenido en niveles reducidos desde entonces, incrementando la renta real disponible de los consumidores y posiblemente también su confianza (véase gráfico B). Aunque la confianza de los consumidores disminuyó ligeramente durante ese período, la evidencia disponible sugiere que suele reaccionar de forma positiva a disminuciones de los precios del petróleo¹.

¹ Para conocer evidencia de Estados Unidos sobre la reacción de la confianza de los consumidores a aumentos de la renta real disponible relacionados con la energía, véase, por ejemplo, P. Edelstein y L. Kilian, «How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, 2009, pp. 766-779. Para conocer evidencia más reciente sobre el impacto de los precios más bajos del petróleo en la confianza de los consumidores estadounidenses, véase Aladangady y Sahm, «Do lower gasoline prices boost confidence?», FEDS Notes, 2015, que puede consultarse en <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/do-lower-gasoline-prices-boost-confidence-20150306.html>.

Gráfico A Confianza de los consumidores y variaciones de la tasa de desempleo

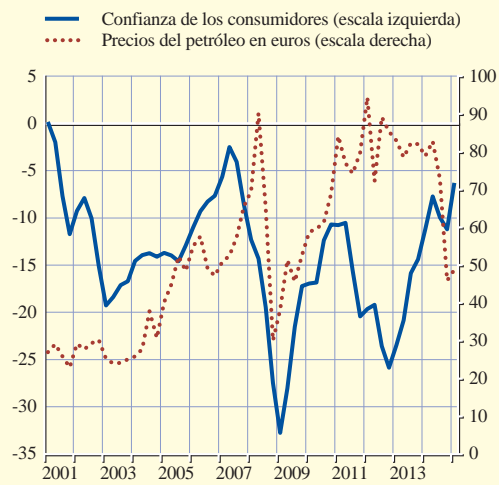
(saldo de respuestas, variación interanual en puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE. Nota: La variación de la tasa de desempleo en el primer trimestre de 2015 se basa en datos de enero y febrero de 2015.

Gráfico B Confianza de los consumidores y precios del petróleo

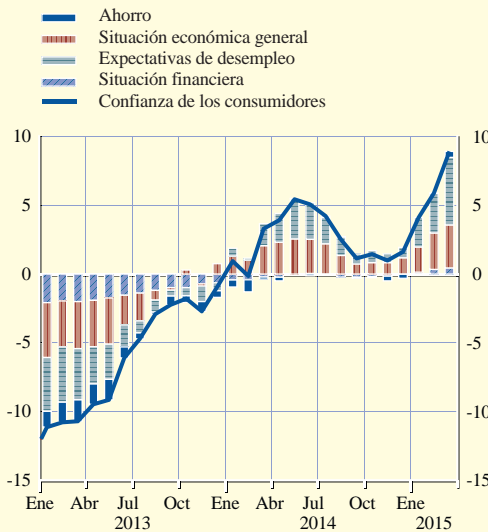
(saldo de respuestas)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico C Descomposición de la confianza de los consumidores por subcomponentes

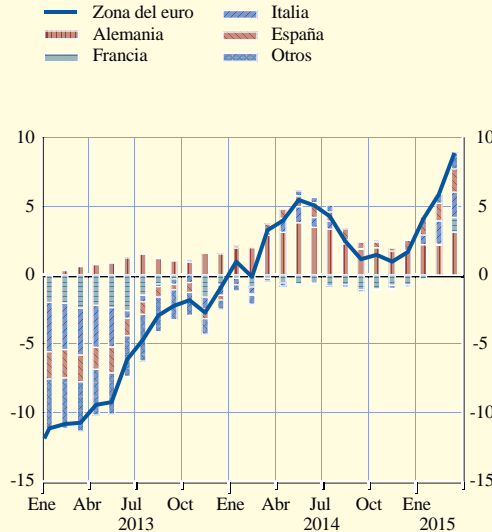
(saldo de respuestas; diferencias con respecto a la media histórica)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE. Nota: Las preguntas relativas a cada subcomponente se refieren a las expectativas de los hogares para los próximos doce meses.

Gráfico D Descomposición de la confianza de los consumidores por países

(saldo de respuestas; diferencias con respecto a la media histórica)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

La recuperación de la confianza de los consumidores desde principios de 2013 ha estado impulsada fundamentalmente por una valoración considerablemente más positiva de los hogares de las expectativas futuras de desempleo y de la situación económica general en el futuro². En cambio, la valoración de los hogares acerca de su ahorro y su situación financiera en el futuro contribuyeron solo de forma marginal (véase gráfico C). Esto sugiere que la evolución del mercado de trabajo debe haber sido un factor determinante en la reciente mejora de la confianza de los consumidores. La valoración de la situación económica general por parte de los hogares también está estrechamente correlacionada con sus expectativas de desempleo, lo que sugiere que una proporción mayor de la confianza total de los consumidores podría explicarse, en última instancia, por la evolución del mercado de trabajo. Con todo, es importante señalar que aunque la tasa de desempleo está disminuyendo, todavía es elevada en muchos países de la zona del euro.

El aumento de la confianza de los consumidores de la zona del euro ha estado impulsado principalmente por Alemania, así como por España e Italia. En estos dos últimos países, la mejora de la confianza de los consumidores coincidió con una disminución de la tasa de desempleo. Asimismo, en Alemania, las favorables condiciones del mercado de trabajo, entre ellas una tasa de paro reducida y que sigue descendiendo, han estado estimulando la confianza de los consumidores. En cambio, en Francia, la confianza de los consumidores ha variado menos durante los dos últimos años, en línea con la evolución del mercado laboral. Además, como consecuencia del menor peso de los productos derivados del petróleo en el consumo de los hogares franceses, la caída de los precios del crudo ha tenido un impacto directo relativamente menor en la renta real disponible, lo que también podría

2 El indicador de confianza de los consumidores se compone de las respuestas a cuatro preguntas acerca de las expectativas de los hogares para los próximos doce meses relativas a su situación financiera, la situación económica general, el desempleo y el ahorro.

explicar, en cierta medida, la mejora más limitada de la confianza de los consumidores franceses (véase gráfico D).

La evidencia econométrica disponible confirma que el aumento de la confianza de los consumidores en la zona del euro observada desde principios de 2013 ha estado impulsado fundamentalmente por la mejora de la evolución del mercado de trabajo. Al mismo tiempo, la caída de los precios de la energía también ha contribuido, en cierta medida, al aumento de la confianza. En el último trimestre de 2014, el mayor crecimiento del empleo y la reducción de los precios del petróleo han estimulado el crecimiento de la renta real disponible de los hogares hasta un nivel no registrado desde antes de la crisis. Aunque parte de la mejora observada en el mercado de trabajo también podría estar relacionada con el descenso de los precios de la energía, la evidencia econométrica sugiere que el incremento de la confianza de los consumidores está asociado principalmente a una mejora genuina del mercado laboral que no está relacionada con la disminución de los precios del petróleo. Por consiguiente, las mejoras registradas en el mercado de trabajo en los últimos meses son una señal alentadora, ya que deberían traducirse en una recuperación más sostenida y persistente de la confianza de los consumidores, frente a un aumento temporal de dicha confianza en respuesta a la caída de los precios del petróleo.

Recuadro 4

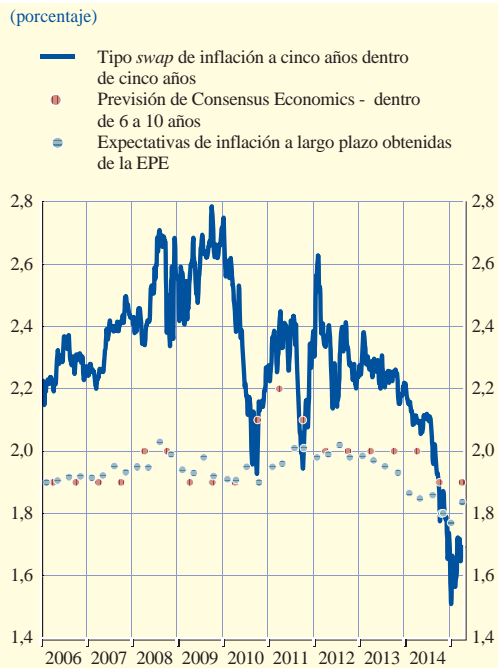
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

Después de situarse en niveles reducidos a mediados de enero, las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se han recuperado. Por lo tanto, la disminución observada durante los dos años anteriores se ha interrumpido. Estas variaciones también se observaron, con algunas diferencias, en Estados Unidos y el Reino Unido. Las expectativas de inflación a largo plazo suelen considerarse un indicador de la credibilidad de los bancos centrales para lograr sus objetivos de estabilidad de precios y, por consiguiente, deben permanecer firmemente «ancladas». Para anclar las expectativas de inflación es necesario que las expectativas a largo plazo no reaccionen ante variaciones a corto plazo de la inflación. En este contexto, en este recuadro se analiza la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo en el pasado, y se comparan con indicadores de mercado y de opinión.

Tanto las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado como las basadas en indicadores de opinión se redujeron entre principios de 2013 y principios de 2015. Las expectativas de inflación dentro de cinco años obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE disminuyeron desde el 1,98 % en el primer trimestre de 2013 hasta el 1,77 % en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico A). La tasa de inflación a un año vista dentro de cuatro años obtenida de medidas basadas en indicadores de mercado se redujo desde el 2 % a comienzos de 2013 hasta el 1,2% en enero de 2015, mientras que el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años cayó desde el 2,4% hasta el 1,5% en ese mismo período¹.

Algunas de las diferencias observadas en el comportamiento de las medidas de las expectativas de inflación basadas tanto en indicadores de mercado como en indicadores de opinión pueden deberse a las primas de riesgo de inflación. Parte de la disminución de las medidas basadas en indicadores de mercado de la zona del euro observada durante los dos últimos años puede haber reflejado no solo la variación a la baja de las expectativas de referencia, en consonancia con las medidas basadas en indicadores de opinión, sino también un descenso de las primas

Gráfico A Medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado y de opinión



Fuentes: Reuters y BCE.
 Nota: Datos sobre los *swaps* indexados a la inflación y sobre los precios del petróleo hasta el 14 de abril de 2015.

1 Al evaluar la evolución de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado, es esencial que se considere toda la gama de indicadores de mercado de las expectativas. Los indicadores obtenidos de *swaps* indexados a la inflación se consideran los más fiables porque se ven menos afectados por distorsiones derivadas de la estacionalidad y la liquidez, en comparación con los indicadores obtenidos de valores de renta fija. Con todo, los indicadores basados en estos valores son cruciales para contrastar las señales procedentes de los *swaps* indexados a la inflación.

de riesgo de inflación. En 2013 y 2014, los datos de inflación publicados sorprendieron persistentemente a los participantes en el mercado por sus reducidos niveles, lo que puede haber dado lugar a una determinación más acusada de los riesgos a la baja para la inflación y a unas primas de riesgo de inflación reducidas o incluso negativas.

En otros países también se observaron descensos de las expectativas de inflación a largo plazo. Las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado también se redujeron en Estados Unidos y en el Reino Unido, aunque las disminuciones registradas en la zona del euro fueron más prolongadas, ya que comenzaron a principios de 2013 (véase gráfico B).

En este contexto, en enero de 2015, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) anunció la ampliación del programa de compra de activos. Muchos indicadores de la

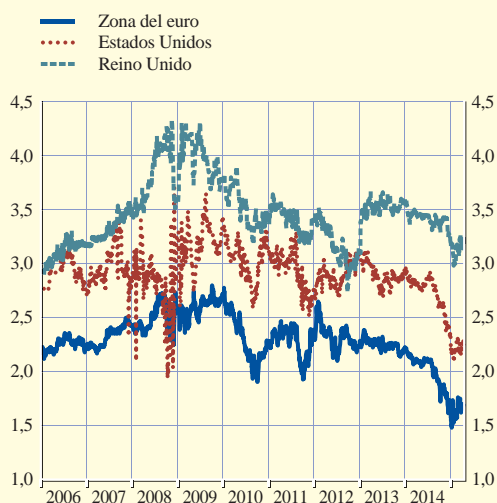
inflación observada y de la inflación esperada en la zona del euro se habían desviado hacia mínimos históricos. Así pues, las medidas de política monetaria se adoptaron para abordar los riesgos de que se produzca un período demasiado prolongado de inflación baja y los posibles efectos de segunda vuelta sobre los salarios y la fijación de precios que podrían afectar negativamente a la evolución de los precios en el medio plazo.

Desde enero de 2015, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas tanto en indicadores de mercado como en indicadores de opinión se han recuperado con respecto a los bajos niveles anteriores. Tras descender hasta el 1,5 % en enero de 2015, los tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años aumentaron hasta situarse en torno al 1,7 % a mediados de abril mientras que la tasa de inflación a un año vista dentro de cuatro años derivada de indicadores de mercado se incrementó desde el 1,2 % hasta el 1,5 % en ese mismo período. La curva *forward* de inflación de la zona del euro basada en indicadores de opinión obtenida de la última encuesta a expertos en previsión económica (correspondiente al segundo trimestre de 2015) también se ha desplazado al alza. En concreto, la previsión media de las expectativas de inflación a largo plazo se incrementó 0,07 puntos porcentuales, hasta el 1,84 %.

La recuperación de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro indica que tanto los expertos en previsión económica como los participantes en el mercado vuelven a tener más confianza en que la inflación se situará de nuevo en tasas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo.

Gráfico B Tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años

(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y Bloomberg.

Nota: Los tipos *swap* del Reino Unido están indexados al índice de precios al por menor de ese país.

El agregado monetario amplio y el crédito en Estados Unidos durante la ejecución de los programas de compras de activos a gran escala de la Reserva Federal

Recuadro 5

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO Y EL CRÉDITO EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA EJECUCIÓN DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS A GRAN ESCALA DE LA RESERVA FEDERAL

La Reserva Federal puso en marcha una serie de programas de compras de activos a gran escala poco después de la quiebra de Lehman Brothers. Estos programas de expansión cuantitativa (conocidos generalmente como QE1, QE2 y QE3¹) sustituyeron con rapidez a las facilidades de préstamo, que habían sido la primera medida adoptada por la Reserva Federal como reacción a las turbulencias financieras registradas desde finales de 2007. El último de estos programas de compras a gran escala finalizó en octubre de 2014. En este recuadro se analiza la evolución de cuatro variables de Estados Unidos relacionadas con el dinero y el crédito durante la implementación de estos programas: la base monetaria, el agregado monetario amplio, el crédito concedido a las sociedades no financieras y los criterios de aprobación aplicados por los bancos para la concesión de préstamos. El crecimiento del agregado monetario amplio de Estados Unidos (M2) retornó a niveles anteriores a la crisis durante la ejecución del QE2, superando el crecimiento del PIB nominal. Durante el período de aplicación de los programas de expansión cuantitativa de Estados Unidos en su conjunto también se produjo una relajación sostenida de los criterios de aprobación de préstamos por parte de los bancos, y posteriormente una recuperación del crédito bancario concedido a las empresas. Las variables correspondientes de la zona del euro se incluyen con fines de comparación.

En el cuadro A se sintetizan las fases, la composición y el importe de las compras de activos efectuadas en los programas de Estados Unidos, así como los cambios registrados en las facilidades de préstamo y en la base monetaria de la Reserva Federal.

Cuadro A Fases, composición e importe de las compras de activos a gran escala por parte de la Reserva Federal

Fases de los programas	Compras (mm de USD, según las variaciones en la cartera SOMA de la Reserva Federal)			Variación de las facilidades de préstamo de la Reserva Federal ¹⁾ (mm de USD)	Variación de la base monetaria		
	Valores del Tesoro	MBS garantizados por organismos públicos y valores de organismos públicos	Total		Variación de la base monetaria (mm de USD)	en porcentaje del agregado monetario amplio al principio de cada fase	en porcentaje del PIB nominal al principio de cada fase
IV 2008 – I 2010 (QE1)	301	1.228	1.529	-405	1.170	15	8
IV 2010 – II 2011 (QE2)	809	-209	601	-69	687	8	5
IV 2012 – IV 2014 (QE3)	807	857	1.664	-1	1.340	14	8
IV 2008 – IV 2014	1.975	1.766	3.741	-586	3.025	39	20

Fuentes: BCE, Reserva Federal, OCDE y cálculos del BCE.

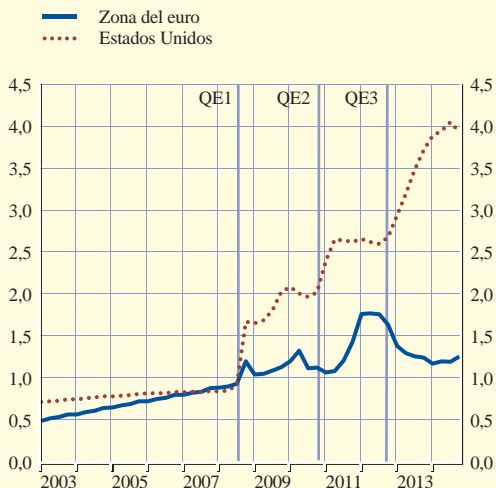
Notas: Datos trimestrales. MBS = bonos de titulización hipotecaria. SOMA = Cuenta del Sistema de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

1) Incluye los préstamos concedidos a entidades de depósito y a otras instituciones financieras, los préstamos concedidos a través de otras facilidades de crédito y el apoyo prestado a instituciones concretas.

1 Entre septiembre de 2011 y finales de 2012, la Reserva Federal también puso en práctica un programa de ampliación de vencimientos (conocido como MEP). Este programa condujo a una ampliación del plazo medio de vencimiento de los valores de la cartera de la Reserva Federal que prolongó el impacto de compras anteriores, pero que no supuso un incremento adicional del balance de la Reserva Federal ni del importe agregado de las reservas del banco central mantenidas por los bancos estadounidenses. Para conocer las fechas exactas de las diversas medidas no convencionales aplicadas por la Reserva Federal, así como su impacto en los mercados de renta fija, véase C. Altavilla y D. Giannone, «The effectiveness of non-standard monetary policy measures from survey data», *CEPR Discussion Papers*, n.º 10001, 2014.

Gráfico A Base monetaria

(en billones de la moneda respectiva; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y Reserva Federal.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa. En el caso de Estados Unidos, la base monetaria incluye el efectivo en circulación y los depósitos de los bancos y de otras entidades de depósito en las cuentas que mantienen en la Reserva Federal. En el caso de la zona del euro, la base monetaria incluye los billetes y los saldos en cuenta corriente y en la facilidad de depósito de las IFM.

La base monetaria de Estados Unidos es un indicador útil de la distribución en el tiempo, del ritmo y del importe neto de las compras efectuadas en el marco de las intervenciones de política monetaria de la Reserva Federal (véase gráfico A). Por su diseño, los programas de compras de activos de un banco central, así como las operaciones de préstamo a bancos comerciales, se traducen en aumentos proporcionales de las reservas que los bancos mantienen en el banco central, y por lo tanto, de la base monetaria². De hecho, el aumento total de la base monetaria registrado durante la ejecución de cada programa de compras de la Reserva Federal se corresponde básicamente con la variación observada en los activos de la cuenta SOMA más la variación en el uso de las facilidades de préstamo (véase cuadro A)³, y proporciona información concisa sobre las fases, el ritmo y el importe neto de cada una de las intervenciones de política monetaria de la Reserva Federal.

No existe una relación unívoca entre la base monetaria y el agregado monetario amplio. Las compras de valores por parte del banco central afectan al agregado monetario amplio a través de

un efecto mecánico y directo y de un reajuste posterior de las carteras de los vendedores. El impacto directo en este agregado depende del sector al que pertenezcan los vendedores finales. Por ejemplo, en el caso de la zona del euro, las compras se traducirán inicialmente en un incremento equivalente de M3 si los vendedores pertenecen al sector tenedor de dinero [es decir, si los vendedores son hogares, sociedades no financieras, intermediarios financieros distintos de las instituciones financieras monetarias (IFM) u organismos públicos distintos de la Administración Central]. Si los vendedores son IFM o no residentes en la zona del euro, el agregado monetario amplio no se ve afectado porque sus depósitos no se incluyen en M3. Con todo, el efecto directo solo es un primer impacto inmediato. Después de vender, la mayoría de los vendedores comenzarán a recomponer sus carteras. Algunas de las operaciones de reajuste darán como resultado una contracción del agregado monetario amplio (por ejemplo, si una entidad distinta de IFM residente utiliza los beneficios de sus ventas para adquirir activos exteriores o los invierte en titulaciones de deuda a largo plazo emitidos por una IFM residente). Otras operaciones de reajuste generarán un incremento del citado agregado (por ejemplo, cuando una entidad no residente adquiere acciones o bonos emitidos por una sociedad no financiera residente). Además, en términos más generales, el saldo total del agregado monetario amplio en la economía está determinado por muchas otras interacciones

2 Esto se debe a que el banco central paga sus compras de activos mediante abonos en las cuentas de reservas de sus entidades de contrapartida, que pueden actuar como vendedores finales o como agentes liquidadores de otro vendedor final. En Estados Unidos, la base monetaria se define como las reservas de los bancos comerciales en el banco central más el efectivo en circulación. Para simplificar, en este recuadro se utilizan los términos genéricos «bancos» o «bancos comerciales» para referirse a las entidades de depósito en el caso de Estados Unidos y a las entidades de crédito en el de la zona del euro.

3 La Cuenta del Sistema de Mercado Abierto de la Reserva Federal (SOMA, en sus siglas en inglés), gestionada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, está integrada por activos denominados en dólares adquiridos a través de operaciones de mercado abierto. El saldo agregado de las diversas facilidades de préstamo concedidas a residentes en Estados Unidos alcanzó un máximo de 1,05 billones de dólares estadounidenses a finales de diciembre de 2008.

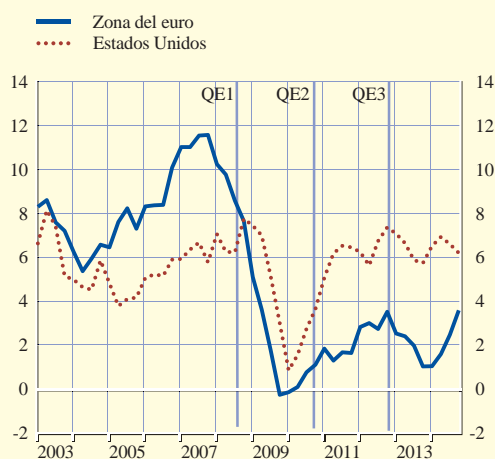
simultáneas. Entre ellas, la actividad económica y el crédito bancario, como fuentes principales de creación endógena de dinero, desempeñan un papel fundamental.

El crecimiento del agregado monetario amplio de Estados Unidos (M2) retornó a niveles anteriores a la crisis durante la implementación del QE2 en 2011. Tomando como base las consideraciones del párrafo anterior, un aumento de la base monetaria no se traduce necesariamente en un incremento del agregado monetario amplio. De hecho, durante el período en el que se aplicó el QE1, entre 2008 y 2010, el crecimiento del agregado amplio disminuyó considerablemente pese al aumento de la base monetaria. En primer lugar, esto ocurrió en un entorno de fuerte recesión que provocó una contracción drástica del crédito bancario (véase gráfico E). Segundo, la mayoría de los valores adquiridos en el marco del QE1 fueron bonos de titulización hipotecaria. La mayor parte de estos valores estaban en poder de bancos⁴, lo que redujo el impacto directo de las compras en el agregado monetario amplio. No obstante, el crecimiento de este agregado se recuperó durante la ejecución del QE2 en 2011 y se mantuvo en tasas elevadas durante la aplicación del QE3 entre 2012 y 2014 (véase gráfico B). Si se considera a partir de septiembre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de M2 de Estados Unidos se situó entre el 6% y el 7%. En comparación, desde la quiebra de Lehman Brothers, el crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se ha mantenido sustancialmente por debajo de su nivel anterior a la crisis, pese a la significativa recuperación observada en los últimos trimestres.

4 Así lo interpretan también H.M. Ennis y A.L. Wolman, «Large excess reserves in the U.S.: a view from the cross-section of banks», Working Paper 12-05, Federal Reserve Bank of Richmond, 2012.

Gráfico B Agregado monetario amplio

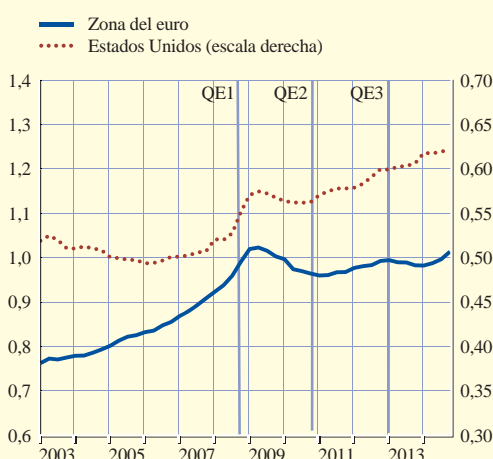
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Reserva Federal y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa. El agregado monetario amplio corresponde a M2 en Estados Unidos y a M3 en la zona del euro. M2 de Estados Unidos está ajustado de varias rupturas significativas de las series de datos documentadas en las notas de prensa de la Reserva Federal entre 2008 y 2012, así como del impacto estimado de una modificación de la política de la Federal Deposit Insurance Corporation en 2011.

Gráfico C Agregado monetario amplio en relación con el PIB

(ratio; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, OCDE y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa. Véanse las especificaciones relativas al agregado amplio en el gráfico B.

El crecimiento del agregado monetario amplio de Estados Unidos fue superior al del PIB nominal durante la mayor parte del período de aplicación de los programas de expansión cuantitativa.

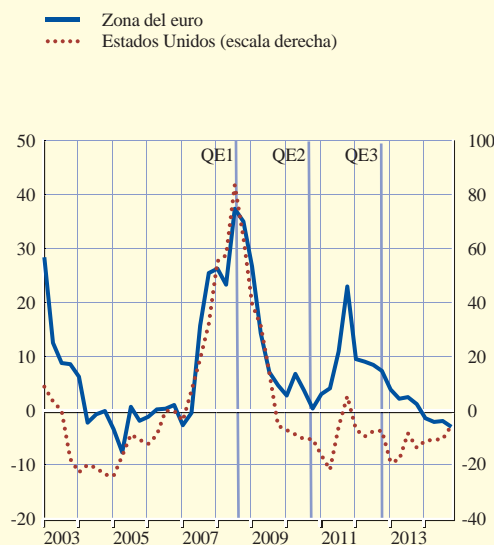
Cabe argumentar que el aumento del agregado monetario amplio y de los préstamos podría reflejar una reacción endógena normal a la recuperación de la actividad económica⁵. Ciertamente, en contraposición a la zona del euro, el PIB real de Estados Unidos ha crecido constantemente desde la recesión de 2009. Por consiguiente, resulta conveniente observar la evolución de la ratio del agregado monetario amplio en relación con el PIB nominal. Esta ratio muestra que, a diferencia del período 2003-2007, el crecimiento del agregado amplio de Estados Unidos superó de forma sistemática el del PIB nominal durante la mayor parte del período de aplicación de los programas de expansión cuantitativa, y especialmente después de la implementación del QE2 (véase gráfico C).

En cuanto al impacto del crédito sobre la economía, los bancos estadounidenses empezaron a relajar los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras a partir de la mitad del período de aplicación del QE1, posiblemente como consecuencia de las compras de bonos de titulación hipotecaria por parte de la Reserva Federal. Al igual que los bancos de la zona del euro, los bancos de Estados Unidos endurecieron los criterios de aprobación de los préstamos a raíz de las tensiones financieras de 2007, y de forma apreciable cuando se produjo la quiebra de Lehman Brothers. No obstante, para finales de 2009, el endurecimiento de los criterios en Estados Unidos no solo se había reducido,

5 Las estimaciones del impacto máximo de un programa de compras de activos normalizado de un importe de un billón de dólares estadounidenses sobre el PIB real oscilan entre un 0,2% y un 1,5%. Véase, por ejemplo, C. Baumeister y L. Benati, «Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound», *International Journal of Central Banking*, vol. 9(2), pp. 165-212, junio de 2013; y H. Chen, V. Cúrdia y A. Ferrero, «The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs», *The Economic Journal*, vol. 122, n.º. 564, 2012.

Gráfico D Criterios de aprobación de los préstamos concedidos a grandes y medianas empresas

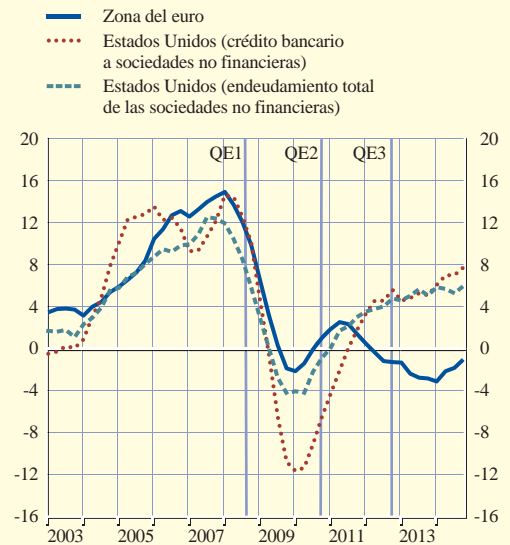
(porcentaje neto de bancos que indicaron un endurecimiento de los criterios; datos trimestrales)



Fuentes: BCE (encuesta sobre préstamos en la zona del euro) y Reserva Federal (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices: Measures of Supply and Demand for Commercial and Industrial Loans). Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa.

Gráfico E Crédito a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE (préstamos de las IFM ajustados de ventas y titulaciones) y Reserva Federal (cuentas financieras de Estados Unidos). Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa.

El agregado monetario amplio y el crédito en Estados Unidos durante la ejecución de los programas de compras de activos a gran escala de la Reserva Federal

sino que los bancos comenzaron a indicar que habían relajado moderadamente sus criterios de aprobación. Los bancos estadounidenses continuaron relajando los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras posteriormente, excepto en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico D). Es posible que el elevado peso de los bonos de titulización hipotecaria en las compras realizadas por la Reserva Federal (en torno al 80% en el QE1 y el 50% en el QE3) favoreciera esta dinámica facilitando el ajuste de los balances bancarios. En comparación, los bancos de la zona del euro siguieron endureciendo los criterios de aprobación de los préstamos hasta finales de 2013, aunque en menor medida que en el período 2007-2009.

La tasa de variación interanual del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras retornó a valores positivos a finales de 2011 en Estados Unidos, tras la relajación de los criterios de aprobación.

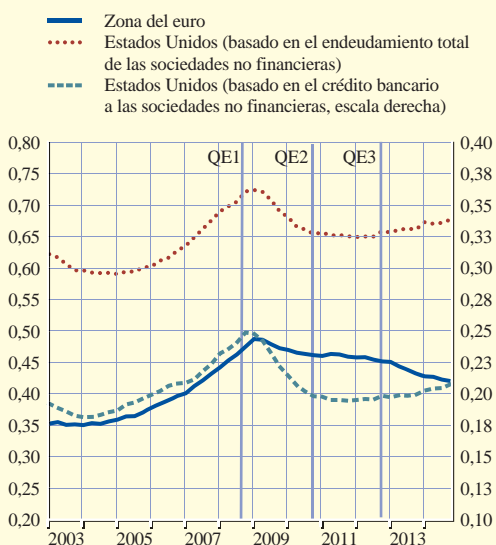
El crédito bancario otorgado a empresas estadounidenses, que había crecido a tasas similares a las observadas en la zona del euro antes de la crisis, se redujo considerablemente durante la recesión de 2009 y posteriormente, si bien su tasa de variación interanual mejoró y se recuperó de manera consistente desde que tocó mínimos. Esta tasa pasó a ser positiva en la segunda mitad de 2011 y se situó en el 7,7% en diciembre de 2014. Aunque con un alcance menor, el endeudamiento total de las sociedades no financieras de Estados Unidos muestra un perfil similar (véase gráfico E). La evolución positiva del crédito concedido a las sociedades no financieras estadounidenses refleja, con un cierto retardo, la relajación de los criterios de aprobación aplicados por los bancos. Por lo que respecta a la zona del euro, la disminución del crédito al citado sector tocó fondo a principios de 2014, y la tasa de crecimiento interanual está acercándose a cero de forma paralela a la relajación de los criterios de aprobación indicada por los bancos de la zona.

El crecimiento del crédito a las sociedades no financieras de Estados Unidos ha sido superior al del PIB nominal desde finales de 2013.

De todas las variables consideradas, la mejora del crédito a las sociedades no financieras en Estados Unidos (medido como crédito bancario o endeudamiento total) y, en particular, su retorno a tasas de crecimiento positivas, fue la que se produjo con mayor retraso desde el inicio de la expansión cuantitativa. Es probable que este retraso haya reflejado no solo patrones cíclicos habituales, sino también la evolución de la crisis bancaria. Los flujos de crédito cobraron impulso tras el QE2, lo que posiblemente se debió a la recuperación de la demanda y a la mejora de los balances bancarios, así como a los menores costes de financiación de los bancos resultantes de las compras de activos por parte de la Reserva Federal. Los préstamos de los bancos estadounidenses a las sociedades no financieras han crecido desde 2012, y finalmente han superado el crecimiento del PIB nominal, como ha sido el caso del agregado monetario amplio (véase gráfico F). En la zona del euro, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras han empezado a recuperarse en los últimos trimestres, aunque su tasa de variación ha sido constantemente inferior a la del PIB nominal desde 2009.

Gráfico F Crédito a las sociedades no financieras en relación con el PIB

(ratio; datos trimestrales)



Fuentes: BCE (préstamos de las IFM ajustados de ventas y titulaciones), Reserva Federal (cuentas financieras de Estados Unidos), OCDE y cálculos del BCE.
 Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el comienzo del trimestre en el que se inicia cada fase del programa de expansión cuantitativa.



ENTENDER LA DEBILIDAD DEL COMERCIO MUNDIAL

En los tres últimos años, el crecimiento interanual de las importaciones mundiales se ha mantenido en niveles inferiores a la media de largo plazo registrada antes de la crisis, lo que constituye el segundo período más largo de debilidad del crecimiento en más de 40 años. Además, el crecimiento del comercio mundial no solo ha sido moderado en términos absolutos, sino que también lo ha sido si se compara con la actividad económica. Mientras que el comercio avanzó a una tasa de casi el doble que la registrada por el PIB mundial en los 25 años anteriores a 2007, desde el segundo semestre de 2011 ha venido creciendo, en promedio, a una tasa inferior a la del PIB mundial.

La falta de dinamismo del comercio es atribuible a factores tanto cíclicos como estructurales. La debilidad de la demanda y la composición de la demanda del PIB mundial son importantes determinantes del comercio mundial. La evidencia basada en modelos muestra que la reducción del crecimiento del PIB mundial puede explicar, en gran medida, la caída del crecimiento del comercio internacional. Los factores estructurales también parecen haber influido, y la potencial desaceleración de la expansión de las cadenas de valor mundiales podría tener un efecto moderador persistente.

De cara al futuro, se espera que los factores cíclicos adversos que afectan al comercio se disipen en cierta medida. Se prevé que la actividad económica mundial mantenga la trayectoria gradual de recuperación, lo que a su vez contribuirá al crecimiento del comercio mundial. Al mismo tiempo, la influencia de los factores estructurales podría persistir a más largo plazo. Así pues, se prevé que la ratio entre el crecimiento del comercio mundial y el del PIB se recupere, aunque probablemente permanecerá por debajo de la media de largo plazo observada antes de la crisis.

INTRODUCCIÓN

En los tres últimos años, el crecimiento del comercio mundial ha sido excepcionalmente débil. El crecimiento interanual de las importaciones mundiales, en particular, se ha mantenido por debajo de la media de largo plazo durante trece trimestres consecutivos y existen escasos indicios de que la brecha vaya a cerrarse a corto plazo. Aunque estos prolongados episodios de crecimiento por debajo de la media no son totalmente inusuales, el actual representa el segundo período más largo de debilidad del comercio en más de 40 años (véase gráfico 1), lo que plantea la cuestión de en qué medida el crecimiento del comercio mundial se ha visto atenuado temporalmente como resultado de factores cíclicos y hasta qué punto la debilidad actual podría deberse, al menos en parte, a cambios estructurales de más largo plazo.

En el presente artículo se analiza la evolución del comercio mundial en el período posterior a la crisis y se examinan los principales factores determinantes de la falta de dinamismo. Aunque el comercio mundial experimentó una pronunciada caída en tasa interanual durante la Gran Recesión, especialmente en 2009, posteriormente se recuperó hasta alcanzar tasas de crecimiento superiores a la media de largo plazo en 2010. El período de prolongada debilidad del comercio no se inició hasta el tercer trimestre de 2011, cuando el crecimiento de las importaciones mundiales se redujo de forma acusada, situándose por debajo de la media de largo plazo, y desde entonces se ha mantenido en niveles reducidos. Por consiguiente, este artículo se centra en el período posterior al tercer trimestre de 2011.

El comercio mundial ha estado falto de dinamismo no solo en términos de crecimiento, sino también cuando se compara con la evolución de la actividad económica. Desde la década de los ochenta, las importaciones mundiales han crecido a una tasa de casi el doble que la del PIB mundial. Sin embargo,

desde el tercer trimestre de 2011, la ratio de crecimiento de las importaciones mundiales en relación con el crecimiento del PIB mundial se ha reducido hasta situarse en torno a uno. La ratio del crecimiento medio del comercio en relación con el del producto se conoce también como elasticidad-venta bruta del comercio. El significativo descenso observado en esta elasticidad a partir de 2011 es robusto a diferentes métodos de agregación y a distintas clasificaciones sectoriales (véase cuadro 1). La debilidad del comercio se debió, principalmente, a un menor crecimiento del comercio de bienes, ya que el crecimiento del comercio de servicios se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 2). La caída de la elasticidad parece ser menos pronunciada si se examinan las cifras previas a la crisis considerando la serie histórica desde 1951, lo que significa que la elasticidad del comercio puede no ser invariante a lo largo del tiempo.

En el presente artículo se investigan las causas del débil crecimiento del comercio mundial y la caída de la elasticidad-venta global del comercio. En la sección 1 se estudian los orígenes geográficos de esa debilidad y se analiza el papel de la dinámica del comercio intraeuropeo en los agregados mundiales. En la sección 2 se presenta evidencia empírica sobre el papel desempeñado por los factores cíclicos a la hora de explicar la debilidad del crecimiento del comercio. La posible influencia de los factores estructurales se analiza en la sección 3. La sección 4 concluye con las perspectivas del comercio mundial.

PERSPECTIVAS DEL COMERCIO

De cara al futuro, se espera que los factores cíclicos adversos que afectan al comercio mundial vayan desapareciendo. Dado que se prevé que la actividad económica mundial se recupere gradualmente, el comercio mundial también se verá estimulado. Una recuperación de la participación de la inversión en el PIB mundial también se traduciría, probablemente, en una corrección parcial de la caída de la ratio de crecimiento del comercio en relación con el PIB. Al mismo tiempo, aunque la elasticidad del comercio aumente con respecto al reducido nivel que registra actualmente, se espera que en los próximos años se mantenga por debajo de los niveles observados antes de la crisis, reflejando el supuesto de que algunos factores estructurales, como las menores tasas de expansión de las cadenas de valor mundiales, persistirán a medio plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)