

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.

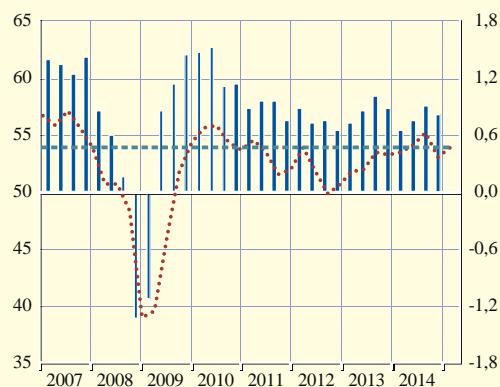
El comercio mundial ha vuelto a mostrar señales de desaceleración últimamente. El volumen mundial de importaciones de mercancías solo aumentó un 0,2% en enero en tasa intertrimestral, frente al 1,4% registrado en diciembre. Esta ralentización del ritmo de crecimiento tuvo su origen en una caída de las 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)

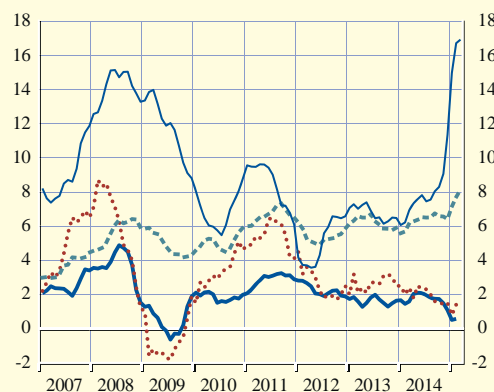


Fuentes: Markit y BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015 para el PMI y al cuarto trimestre de 2014 para el PIB.

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.

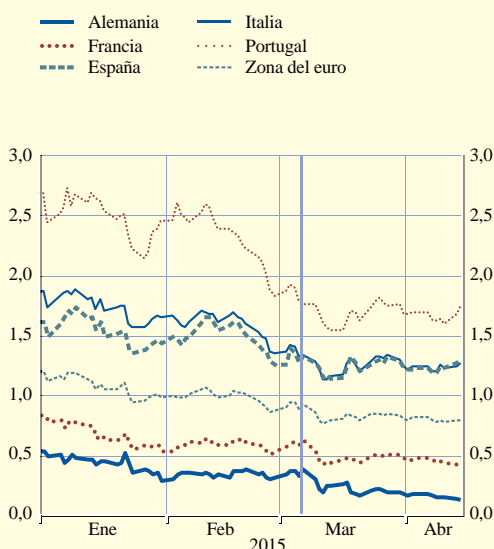
2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

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)

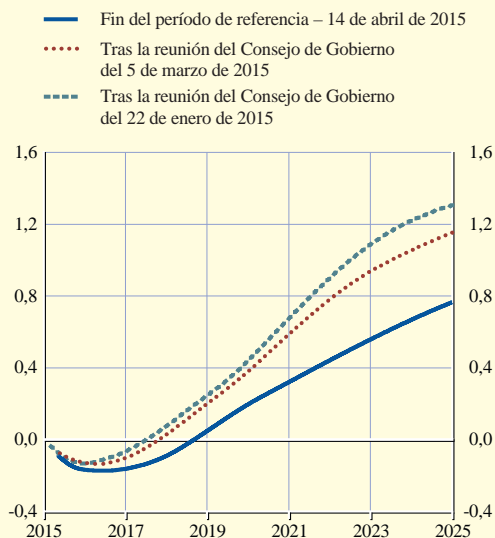


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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.

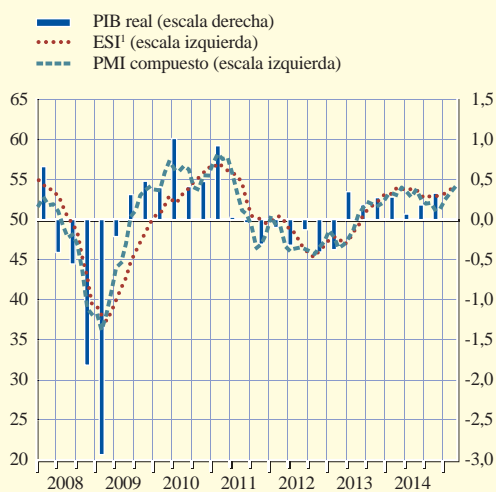
3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

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.

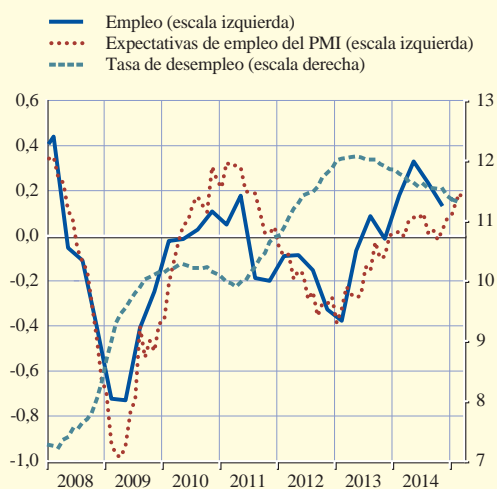
Aunque persiste la debilidad de los mercados de trabajo, la situación está mejorando. El empleo volvió a aumentar un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 6). En consecuencia, el empleo se situó un 0,9 % por encima del nivel registrado un año antes, constituyendo 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

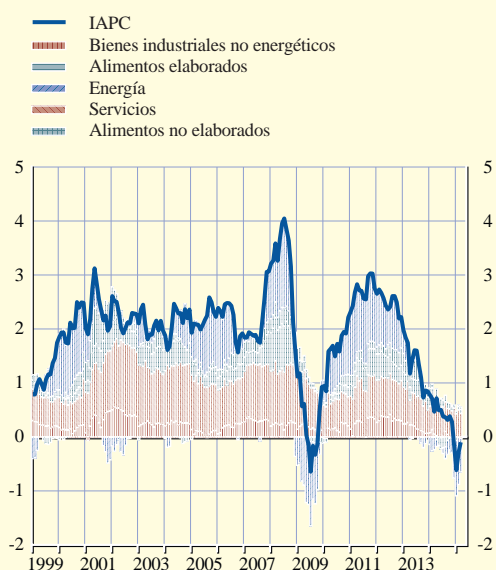
La inflación de la zona del euro ha permanecido en niveles negativos en los últimos meses, pero se encuentra en una trayectoria ascendente. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación de la zona del euro medida por el IAPC se incrementó hasta situarse en el $-0,1\%$ en marzo de 2015, desde 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.

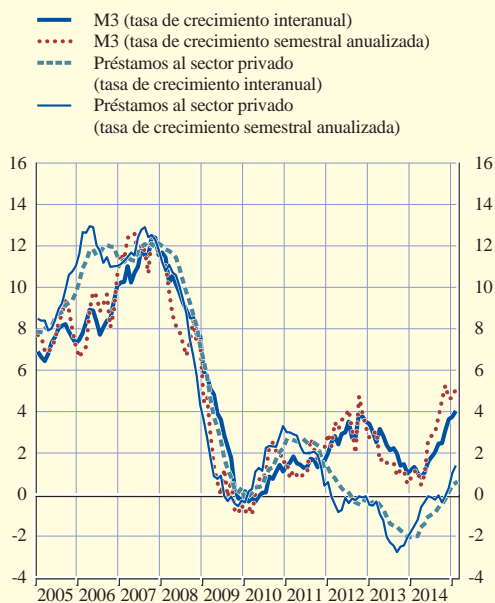
5 DINERO Y CRÉDITO

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.