



RECUADROS

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECENTE 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)

- Tipo de cambio efectivo nominal
- Tipo de cambio efectivo real
- - - Precios de exportación en yenes
- Precios de exportación relativos



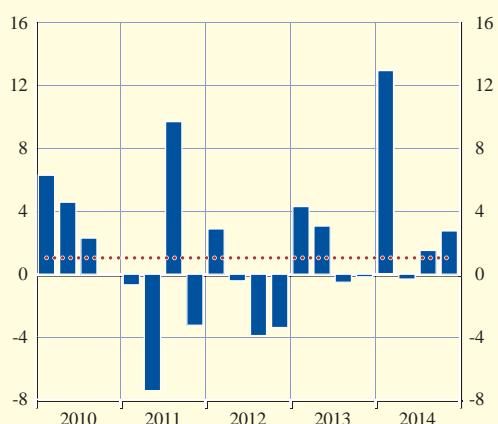
Fuente: Haver.

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 deflactores 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)

- Exportaciones
- Media desde 2000



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.

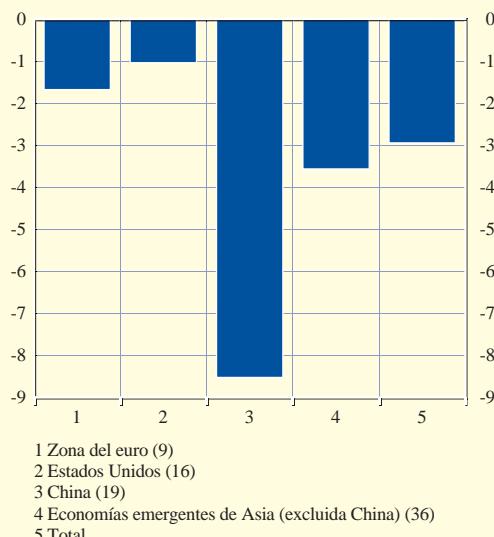
Desde finales de 2012, el crecimiento medio de las exportaciones en Japón ha sido más bien moderado. Si bien el crecimiento de las exportaciones repuntó de forma acusada al iniciarse la depreciación del yen, la expansión se estancó en los cuatro trimestres posteriores y no se recuperó hasta el segundo 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 I 1999 = 100)

— Exportaciones
····· Ventas de las filiales en el extranjero



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.

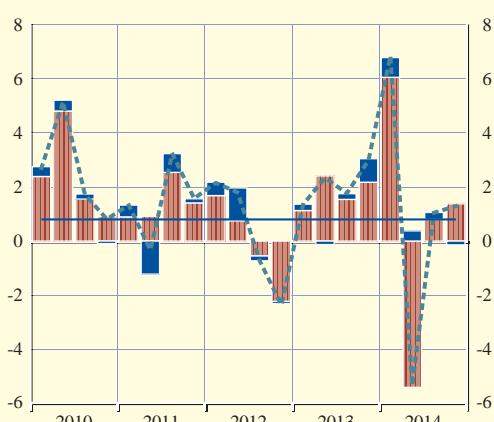
El sólido crecimiento de las importaciones también ha afectado a la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

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

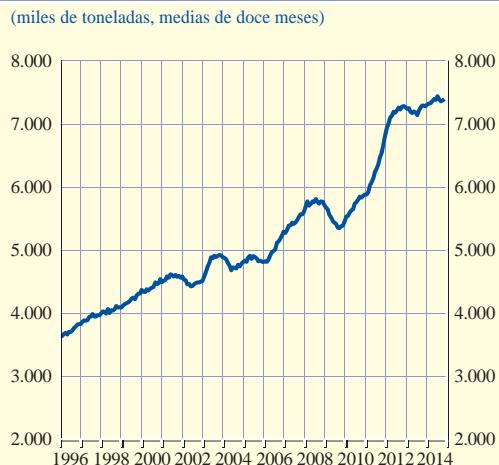
(crecimiento intertrimestral, tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)

- Importaciones de servicios
- Importaciones de bienes
- - - Importaciones de bienes y servicios
- Media desde 2000



Fuente: Haver.

Gráfico F Importaciones reales de gas natural licuado



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

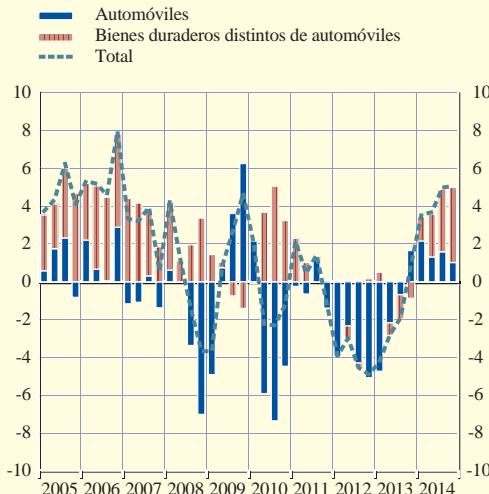
EVOLUCIÓN RECENTE DEL CONSUMO DE BIENES DURADEROS

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

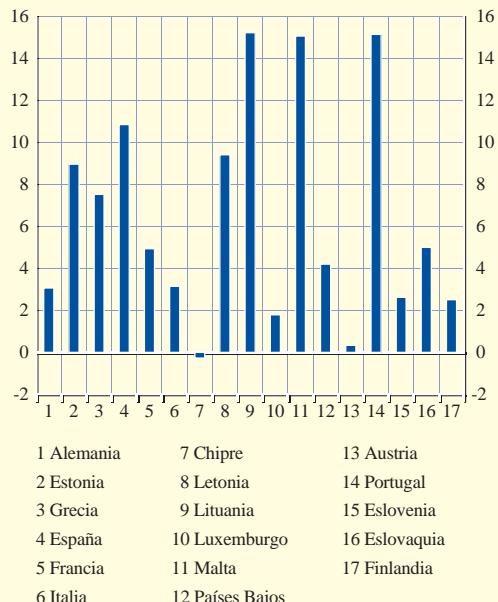
(tasas de variación interanual y contribuciones)



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).

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

(tasas de variación interanual)



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.

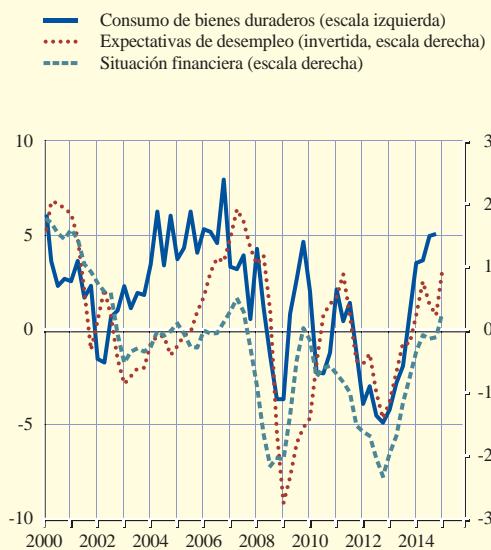
La actual recuperación generalizada del consumo de bienes duraderos se ha visto respaldada por la reversión de factores adversos del pasado, pese a la persistencia de algunos factores moderadores. En el período comprendido entre 2012 y mediados de 2013, aproximadamente, la inquietud suscitada en algunos 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)



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)



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

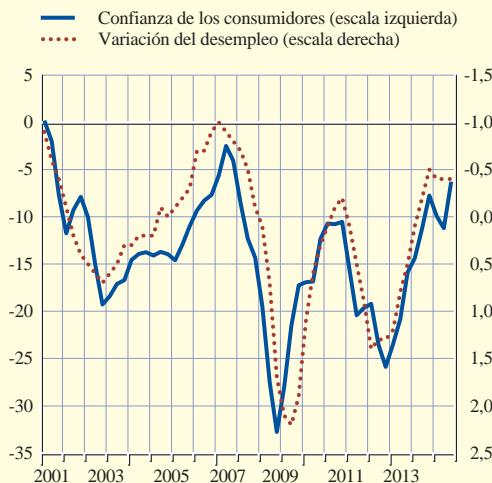
La confianza de los consumidores de la zona del euro aumentó de manera acusada en marzo de 2015 por cuarto mes consecutivo hasta alcanzar niveles anteriores a la crisis. Esto supuso una recuperación de la disminución de la confianza registrada en el segundo semestre de 2014. En general, desde principios 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

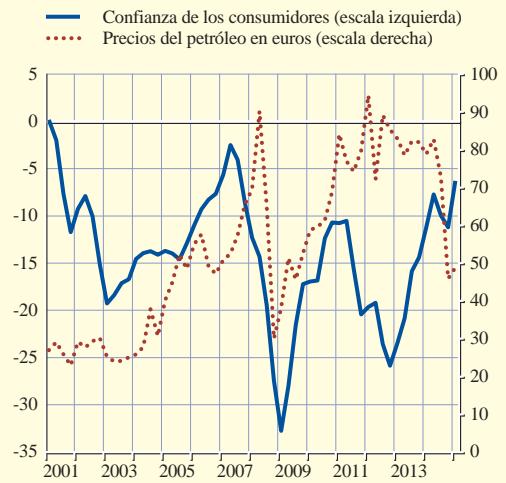
(saldo de respuestas, variación interanual en puntos porcentuales)



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)

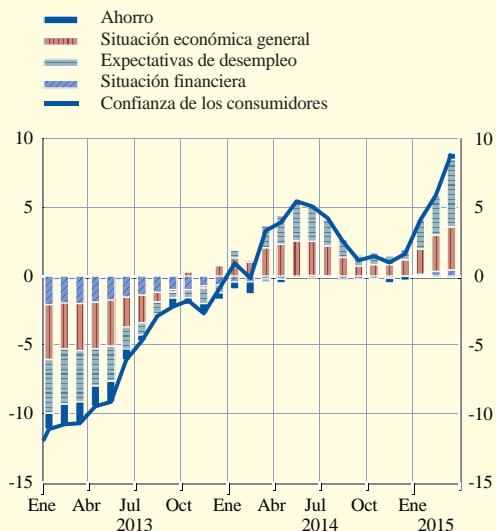


Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Factores que han estado impulsando la confianza de los consumidores

Gráfico C Descomposición de la confianza de los consumidores por subcomponentes

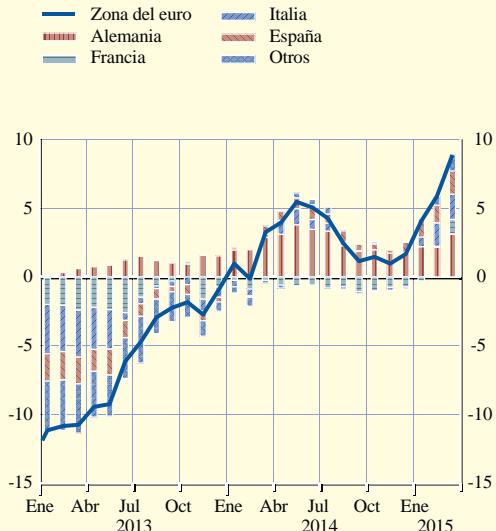
(saldo de respuestas; diferencias con respecto a la media histórica)



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

(porcentaje)

- Tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años
- Previsión de Consensus Economics - dentro de 6 a 10 años
- Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de la EPE



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.

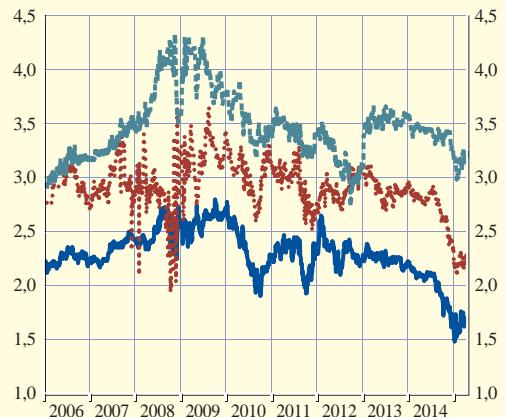
Desde enero de 2015, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas tanto en indicadores de mercado como en indicadores de opinión se han recuperado con respecto a los bajos niveles anteriores. Tras descender hasta el 1,5% en enero de 2015, los tipos *swap* de inflación a cinco años 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)

— Zona del euro
··· Estados Unidos
--- Reino Unido



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)

— Zona del euro
···· Estados Unidos



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.

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 titulizaciones 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

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

- 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.

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

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)



Gráfico C Agregado monetario amplio en relación con el PIB

(ratio; 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.

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 recepción 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 titulización 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, nº. 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)

- Zona del euro
- Estados Unidos (escala derecha)

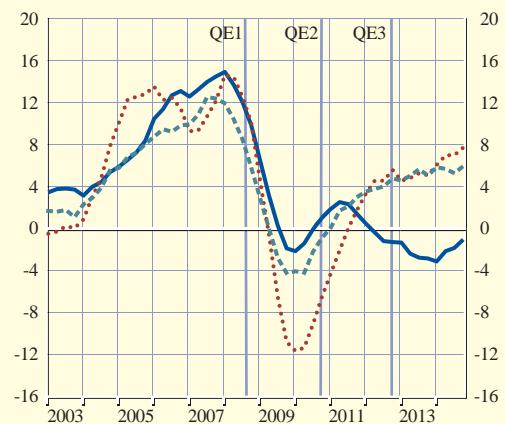


Fuentes: BCE (encuesta sobre préstamos en la zona del euro) y Reserva Federal (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices: Measures of Supply and Demand for Commercial and Industrial Loans). Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2014. Las líneas verticales indican el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

- Zona del euro
- Estados Unidos (crédito bancario a sociedades no financieras)
- - - Estados Unidos (endeudamiento total de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE (préstamos de las IFM ajustados de ventas y titulizaciones) 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.

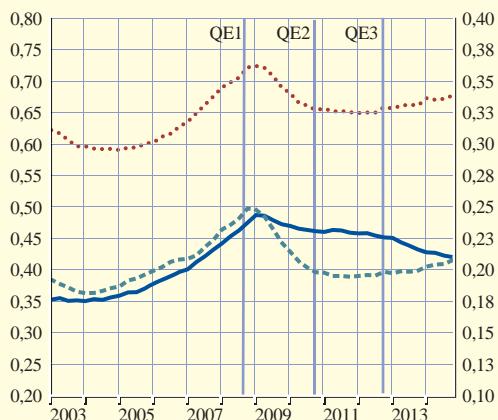
La tasa de variación interanual del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras retornó a valores positivos a finales de 2011 en Estados Unidos, tras la relajación de los criterios de aprobación. El crédito bancario otorgado a empresas estadounidenses, que había crecido a tasas similares 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 retraso, 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 cílicos 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)

- Zona del euro
- Estados Unidos (basado en el endeudamiento total de las sociedades no financieras)
- - - Estados Unidos (basado en el crédito bancario a las sociedades no financieras, escala derecha)



Fuentes: BCE (préstamos de las IFM ajustados de ventas y titulizaciones), 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.