

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

RASGOS BÁSICOS



El Consejo de Gobierno mantiene una orientación firme de la política monetaria y aplica estrictamente todas sus decisiones de política monetaria. Se prevé que las compras realizadas en el marco del programa de compra de activos —por un valor mensual de 60 mm de euros— continúen hasta el final de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Para realizar su valoración, el Consejo de Gobierno seguirá su estrategia de política monetaria y se centrará en las tendencias de la inflación, haciendo abstracción de las fluctuaciones en cualquier sentido de la inflación registrada, si se considera que son transitorias y sin consecuencias para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo.

Los programas de compras de activos progresan satisfactoriamente y los efectos positivos son visibles. Las medidas de política monetaria han contribuido a una relajación generalizada de las condiciones financieras, que continúan siendo muy acomodaticias. Las expectativas de inflación se han recuperado con respecto a los niveles mínimos registrados a mediados de enero, y las condiciones de financiación de los hogares y las empresas han seguido evolucionando favorablemente. Los efectos de estas medidas están transmitiéndose a la economía y ayudarán a impulsar la mejora de las perspectivas económicas.

En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. En parte como consecuencia del programa ampliado de compra de activos, los indicadores monetarios se han reforzado, y la dinámica crediticia, aunque sigue contenida, ha continuado mejorando. En abril, la disminución de los préstamos a las sociedades no financieras registró una nueva moderación y el crecimiento de los préstamos a hogares se incrementó ligeramente. Esta evolución se vio sustentada por una reducción significativa de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios en gran parte de la zona del euro desde el verano de 2014, así como por las señales de mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y están relajando las condiciones de concesión de los préstamos bancarios. En efecto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2015 muestra que las condiciones de concesión de préstamos más relajadas siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. Además, la mayor competencia entre entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones crediticias en el primer trimestre de 2015, a lo que se unió una recuperación de la demanda de préstamos por parte de las empresas. Asimismo, como confirma la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro (SAFE, en sus siglas en inglés), la mejora de las condiciones en el mercado crediticio no solo es aplicable a las grandes empresas, sino también a las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Diversos factores están respaldando la recuperación progresiva de la actividad económica y el mercado de trabajo en la zona del euro. En el primer trimestre de 2015, el PIB real creció un 0,4 % en tasa intertrimestral, tras un crecimiento del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2014. Los datos indican que la recuperación económica se ha extendido, lo que puede atribuirse a varios factores. Las medidas de política monetaria del BCE están contribuyendo a relajar sustancialmente las condiciones financieras generales y a facilitar el acceso al crédito, tanto para las pymes como para las grandes empresas. Los progresos logrados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales han tenido un efecto favorable en el crecimiento económico. Asimismo, los bajos precios del petróleo están respaldando la renta real disponible y los beneficios empresariales, lo que favorece el consumo privado y la inversión, mientras que el debilitamiento del tipo de cambio del euro ha ayudado a las exportaciones. En línea con la generalización de la recuperación, el mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando ligeramente, como refleja la disminución gradual del desempleo. Sin embargo, el paro continúa en niveles altos tanto en la zona del euro en su conjunto así como en muchos de los países que la integran.

De cara al futuro, está previsto que la recuperación siga generalizándose. El consumo privado ha sido el principal factor impulsor de la mejora del crecimiento hasta el momento y debería continuar beneficiándose del mayor crecimiento salarial derivado del aumento del empleo y del impacto positivo de la caída de los precios de la energía en la renta real disponible. Además, está previsto que en 2015 la inversión empresarial cobre importancia como factor determinante de la recuperación, respaldada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, la necesidad de modernizar y recomponer un *stock* de capital cada vez más antiguo, la orientación acomodaticia de la política monetaria y el mayor excedente bruto de explotación. Además, el crecimiento de las exportaciones debería verse favorecido por el esperado fortalecimiento de la recuperación económica mundial. Al mismo tiempo, es probable que los ajustes necesarios de los balances en distintos sectores y la lenta aplicación de reformas estructurales frenen la recuperación de la actividad.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro¹ prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,0 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 de los expertos del BCE, el crecimiento del PIB real se mantiene prácticamente sin cambios en el horizonte temporal considerado. En la valoración del Consejo de Gobierno, aunque continúan apuntando a la baja, los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están ahora más equilibrados debido a sus decisiones de política monetaria y a la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio.

Parece que la inflación tocó fondo a comienzos de este año, ya que han disminuido los efectos a la baja procedentes de las pasadas caídas de los precios de la energía. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,3 % en mayo de 2015, frente al 0,0 % registrado en abril y al mínimo del -0,6 % de enero. Este repunte se deriva, fundamentalmente, de la contribución menos negativa del componente energético, lo que, a su vez, refleja sobre todo una cierta recuperación de los precios del petróleo en dólares potenciada por una depreciación adicional del euro.

Se prevé que las tasas de inflación aumenten más avanzado el año y continúen elevándose en 2016 y 2017. Se estima que la tasa de variación de los precios del componente energético se verá impulsada hacia finales de año por efectos de base relacionados con la caída que registraron los precios del petróleo a finales de 2014. Además, la depreciación del euro ejercerá presiones al alza sobre la inflación. Asimismo, las presiones inflacionistas internas deberían intensificarse también como consecuencia del estrechamiento previsto en la brecha de producción, que se traducirá en un mayor crecimiento salarial y en un aumento de los márgenes.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2015, el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 de los expertos del BCE, las proyecciones de inflación se han revisado al alza para 2015 y se mantienen sin variación para 2016 y 2017. Las proyecciones dependen de la aplicación plena de las medidas de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a la transmisión de sus medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

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 3 de junio

¹ Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En la valoración del Consejo de Gobierno hay una necesidad de mantener una orientación firme de la política monetaria. La aplicación plena de todas las medidas de política monetaria dará el respaldo necesario a la economía de la zona del euro y acercará las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo de forma sostenida.

I ENTORNO EXTERIOR

La economía mundial continúa su expansión siguiendo una desigual trayectoria de recuperación. Se prevé que la significativa caída de los precios del petróleo desde el pasado año (pese al reciente repunte) estimule la actividad a escala mundial. Las condiciones de financiación también siguen siendo favorables para la economía mundial. En las economías avanzadas las perspectivas están mejorando al disminuir los factores adversos asociados al desapalancamiento y a la consolidación fiscal. Por el contrario, en algunas economías emergentes se observa un deterioro de la situación y el comercio mundial ha registrado una desaceleración. La inflación mundial se ha reducido como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, y se prevé que la holgada capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial modere las presiones inflacionistas.

ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

El ritmo de crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015 a medida que la economía mundial continuó su expansión siguiendo una desigual trayectoria de recuperación. El crecimiento en las economías avanzadas experimentó una caída en la medida en que el repunte registrado en Japón se contrarrestó con un crecimiento más lento en Estados Unidos y Reino Unido. La actividad en las economías emergentes registró una desaceleración más pronunciada. El debilitamiento de la inversión, especialmente en el sector inmobiliario, incidió negativamente en el crecimiento en China. Los elevados niveles de incertidumbre, la caída de la confianza y las altas tasas de inflación también están moderando la actividad en Brasil y Rusia. El débil crecimiento económico mundial a principios del año es atribuible, en parte, a algunos factores transitorios. Concretamente, las adversas condiciones climatológicas y las alteraciones portuarias en la costa del Pacífico han afectado a la actividad en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión muestran una capacidad de resistencia subyacente de la economía mundial, lo que sugiere que la reciente debilidad de la actividad es más un bache pasajero que una desaceleración más fundamental (véase gráfico 1).

Gráfico 1 Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión)



Fuente: Markit.

Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2015. Economías emergentes son Brasil, China, India y Rusia. Economías avanzadas son Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

Gráfico 2 Confianza de los consumidores en los países de la OCDE

(índice, media de largo plazo = 100; ajustado de amplitud)



Fuente: OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Pese al reciente repunte, los precios del petróleo se sitúan todavía muy por debajo del máximo alcanzado en junio de 2014.

Los precios del petróleo se han recuperado respecto al mínimo registrado a mediados de enero de 2015, principalmente en respuesta a las señales de desaceleración observadas en la producción de petróleo no convencional de Estados Unidos, reflejadas en una caída del número de plataformas de explotación. Al mismo tiempo, la demanda mundial de petróleo está cobrando cierto impulso. Con todo, el crecimiento de la oferta global y las existencias de petróleo siguen siendo elevados dado que la OPEP continúa produciendo por encima del objetivo fijado y que el mercado de petróleo sigue caracterizándose por una fuerte volatilidad. La curva de futuros indica que los mercados ya cuentan con que se produzca un aumento gradual de los precios del crudo en los próximos años.

Se espera que los precios más bajos del petróleo estimulen la demanda mundial. Si bien la caída de los ingresos petroleros está afectando a las perspectivas de los países exportadores de petróleo, se prevé que la situación beneficie a los importadores en la medida en que los precios más bajos estimulen las rentas reales de los hogares. En conjunto, se espera que el impacto de los precios más bajos del petróleo dé un impulso positivo a la demanda mundial. La confianza de los consumidores ha aumentado en las economías avanzadas desde mediados del pasado año (véase gráfico 2).

Las condiciones de financiación siguen respaldando la economía mundial. Los mercados todavía esperan que el ritmo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y Reino Unido solo sea muy gradual, mientras que el Banco de Japón se ha comprometido a mantener la política de expansión cuantitativa. Las tendencias desinflacionistas han obligado a aplicar una política monetaria menos restrictiva en China, India y varias otras economías emergentes. Brasil es la única de las grandes economías emergentes en la que han aumentado los tipos de interés oficiales, ya que las caídas del tipo de cambio han agudizado las presiones inflacionistas. El mantenimiento de las políticas monetarias acomodaticias ha seguido permitiendo unas condiciones de financiación globales laxas. Los mercados bursátiles siguen siendo en general resistentes y la volatilidad es reducida. No obstante, tras la caída experimentada en los meses anteriores del año, los rendimientos de la deuda pública han repuntado de forma acusada en las últimas semanas. En la mayoría de las economías avanzadas, los rendimientos se han mantenido en niveles próximos a los observados a finales de 2014, pero esta fuerte corrección ha puesto de manifiesto el riesgo a medio plazo de que pueda producirse un nuevo y pronunciado repunte los rendimientos desde unos niveles que todavía son muy bajos, lo que podría tener un impacto significativo en la economía mundial.

Las perspectivas en las economías avanzadas están mejorando a medida que se disipan los factores adversos que han venido frenando la actividad desde la crisis financiera. Aunque a un ritmo diferente según los países, se han logrado algunos progresos con respecto al desapalancamiento del sector privado. También se prevé que la consolidación fiscal en las economías avanzadas prosiga a un ritmo más lento que en las primeras fases de la recuperación. Los mercados de trabajo continúan mejorando y el empleo crece a un ritmo vigoroso en algunos países y se reducen las tasas de paro. Por último, la mayor disponibilidad de financiación externa, el crecimiento más sólido de los beneficios y la reducción de la incertidumbre favorecen la ampliación y el fortalecimiento de la inversión a medio plazo.

Las perspectivas de las principales economías avanzadas son favorables para el crecimiento mundial.

Tras la moderación de la actividad registrada en el primer trimestre, se prevé que el crecimiento en Estados Unidos repunte durante el resto del año. La anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense atenuará el crecimiento de las exportaciones; por otra parte, la caída del precio del petróleo afectará a la inversión en el sector de la energía. No obstante, se prevé que la actividad económica en Estados Unidos se verá respaldada por un aumento del gasto de los hogares tras el impulso de las

rentas reales asociado al descenso de los precios del petróleo, las favorables condiciones financieras, y la mejora sostenida de los mercados de trabajo y de la vivienda. En Japón, la actividad se está recuperando tras el desplome que siguió a la subida del IVA en abril de 2014 con un acusado aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2015. De cara al futuro, se prevé que la actividad se fortalezca lentamente a medida que los hogares se beneficien del incremento de la renta real asociado a la caída de los precios del petróleo y las exportaciones se recuperen de la anterior depreciación del yen japonés. La economía del Reino Unido perdió impulso en el primer trimestre de 2015 pero, de cara al futuro, se espera un fortalecimiento en la medida en que la caída de los precios de la energía y la aceleración del crecimiento de los salarios respalden el consumo privado, mientras que la inversión empresarial se recupera al crecer la demanda y flexibilizarse las condiciones crediticias.

Por el contrario, las perspectivas en algunas grandes economías emergentes se han debilitado. En China, la desaceleración del mercado de la vivienda y la caída de la producción en muchas industrias pesadas afectaron al crecimiento en el primer trimestre de este año. Aunque a corto plazo el crecimiento económico se verá impulsado por el descenso de los precios del petróleo y la reciente relajación de la política monetaria, a más largo plazo se prevé una desaceleración del ritmo de la expansión a medida que los dirigentes políticos traten de corregir las fragilidades financieras y los desequilibrios macroeconómicos. Brasil ha experimentado un deterioro de sus perspectivas, ya que el crecimiento se ha visto atenuado por estrangulamientos de oferta, desequilibrios internos y elevada inflación, así como por las medidas de consolidación fiscal y el endurecimiento de las condiciones financieras. Se prevé que Rusia se suma en una profunda recesión en 2015. Pese a cierta relajación de las condiciones de financiación desde marzo de 2015, los costes de financiación siguen siendo elevados. La incertidumbre también es elevada y la confianza empresarial se ha debilitado; al mismo tiempo, se prevé que la reducción de los ingresos petroleros se traduzca en una acusada caída del gasto público.

Con todo, las perspectivas no son universalmente débiles en las economías emergentes y se prevé que algunos países importadores netos de petróleo, en particular, mantengan unas tasas de expansión razonablemente sólidas. Se espera que los países de Europa Central y Oriental se beneficien del fortalecimiento de la demanda interna y de las perspectivas más halagüeñas de la zona del euro. Asimismo se prevé que algunas economías emergentes de Asia mantengan sólidas tasas de crecimiento ya que los precios más bajos del petróleo permitirán un aumento de la renta real disponible, que compensará en parte el impacto del menor crecimiento de China. Como se analiza en el recuadro 1, el avance en las reformas estructurales ha estimulado la confianza en India y se prevé que el país registre este año el crecimiento más rápido entre las economías más grandes.

La expansión más lenta en las economías emergentes ha moderado el crecimiento del comercio mundial. Los datos sobre el comercio mundial de mercancías muestran una caída intertrimestral de las importaciones mundiales de bienes en términos reales del 1,6% en el primer trimestre de 2015. Aunque una parte sustancial de esta desaceleración refleja la acusada debilidad de las importaciones de China, que, en parte, podría tener su origen en la volatilidad observada en torno al Año Nuevo chino, la tendencia subyacente parece sugerir un ritmo de crecimiento más débil del comercio mundial. Los indicadores de opinión también apuntan a un cierto debilitamiento de las perspectivas del comercio mundial a corto plazo (véase gráfico 3). De cara a un futuro más lejano, se prevé que el comercio mundial se fortalezca a un ritmo moderado. La recuperación refleja la expansión prevista de la actividad mundial y la esperanza de que la recuperación cíclica de la inversión, en particular en las economías avanzadas, aumente la intensidad en comercio del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, factores estructurales han afectado al comercio mundial en los últimos años, ya que las empresas han reducido la complejidad y la longitud de sus cadenas de producción, de tal manera que esas cadenas de valor mundiales ya no respaldan

la expansión del comercio mundial con la misma intensidad que en el pasado. Como resultado, es improbable que el comercio mundial crezca en los próximos años al mismo ritmo que en las décadas anteriores.

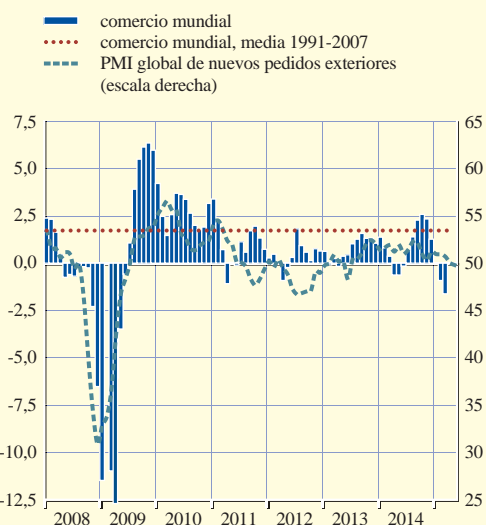
En conjunto, se prevé que a corto plazo la recuperación mundial será menos dinámica de lo esperado anteriormente. De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2015, el crecimiento interanual del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una gradual aceleración, pasando del 3,4 % en 2015 a algo más del 4 % en 2016 y 2017. Según las previsiones, la demanda externa de la zona del euro aumentará desde el 2,2 % en 2015 hasta alrededor del 5 % en 2017. En comparación con las proyecciones de marzo, las expectativas de crecimiento y de la demanda externa se han revisado a la baja, como consecuencia de las perspectivas menos favorables de algunos países en el corto plazo y, a más largo plazo, del crecimiento más lento de las economías emergentes.

Los riesgos para las perspectivas del comercio y la actividad mundiales siguen situándose a la baja.

Por un lado, el impacto de la caída de los precios del petróleo sobre las perspectivas globales de crecimiento podría ser mayor de lo previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2015. Por otra parte, en Estados Unidos los mercados siguen esperando que el ritmo de aumento de los tipos de interés sea más lento de lo previsto en las últimas proyecciones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Una normalización de las políticas monetarias más rápida de lo que prevén actualmente los mercados podría provocar una corrección de las percepciones del riesgo. En las economías emergentes, los adversos factores cíclicos y estructurales que han estado frenando la actividad en los últimos meses podrían tener un efecto más fuerte y prolongado de lo previsto actualmente. En China, el elevado crecimiento del crédito y el apalancamiento son un riesgo para la estabilidad financiera. Asimismo,

Gráfico 3 Comercio mundial de bienes en términos reales

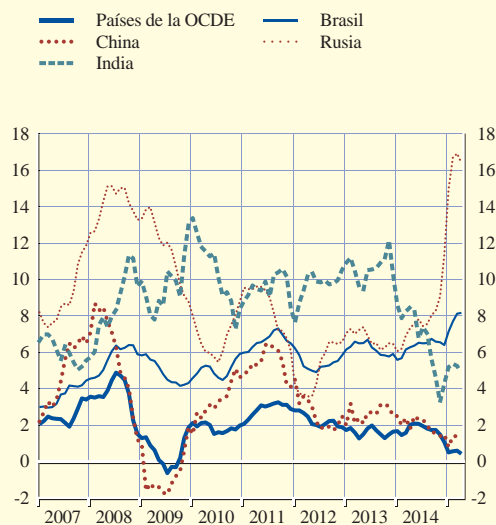
(tasas de variación intertrimestrales; escala izquierda: contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015 para el PMI y a marzo de 2015 para el comercio mundial.

Gráfico 4 Inflación en la OCDE y en algunas economías emergentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

los riesgos geopolíticos continúan afectando a las perspectivas y un escenario de recrudecimiento de las tensiones entre Rusia y Ucrania tendría repercusiones adversas en el crecimiento de la economía mundial.

EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial sigue siendo baja como consecuencia de la caída de los precios de la energía.

Tras la caída registrada desde mediados del pasado año, la inflación interanual medida por los precios de consumo de los países de la OCDE ha seguido siendo moderada, situándose en el 0,4 % en abril de 2015. Al mismo tiempo, aunque se redujo ligeramente en abril, la inflación interanual excluidos la energía y los alimentos se ha mantenido en valores más estables, lo que sugiere que las presiones deflacionistas más generales han seguido siendo más moderadas. En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, las tasas de inflación en China e India han seguido siendo reducidas. Por el contrario, en Brasil y en Rusia la inflación continúa siendo elevada, ya que la depreciación de la moneda ha hecho que aumenten los precios de importación (véase gráfico 4).

De cara al futuro, se prevé que la inflación aumente de forma gradual. Se anticipa que las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyan a mantener baja la inflación mundial en el corto plazo, pero que, una vez se disipen estos efectos retardados, se produzca un aumento de las tasas. Posteriormente, se espera que la recuperación prevista de la actividad económica mundial reduzca la capacidad productiva sin utilizar. Además, la curva de futuros de los precios del petróleo sugiere una ligera recuperación en los próximos años, al igual que los precios de los futuros de las materias primas no energéticas.

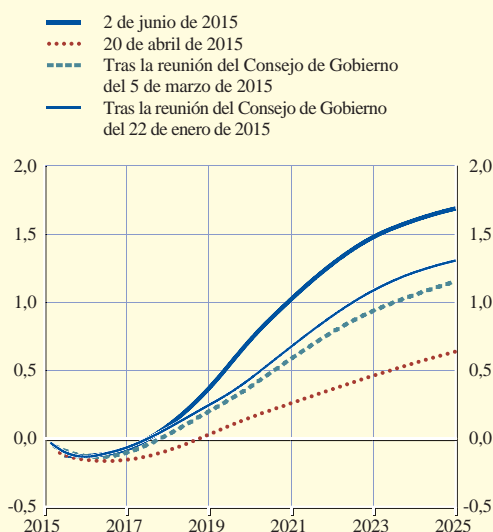
2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

Tras registrar mínimos históricos en torno a mediados de abril, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA volvieron, a comienzos de junio, a los niveles observados en enero en torno al momento del anuncio del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro siguen siendo, en su mayoría, muy reducidos en todos los plazos de vencimiento. Otros activos financieros también se vieron notablemente influidos por los mercados de deuda soberana, ya que los rendimientos de los valores de renta fija privada reflejaron los de la deuda soberana, mientras que el comportamiento de los mercados bursátiles de la zona del euro fue un reflejo bastante fiel del descenso y el posterior incremento de los rendimientos de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses.

Tras registrar mínimos históricos en torno a mediados de abril, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA volvieron, a comienzos de junio, a los niveles observados en enero en torno al momento del anuncio del programa ampliado de compra de activos. En la primera mitad del período considerado —es decir, desde comienzos de marzo hasta mediados de abril— se produjo una nueva y significativa reducción de los rendimientos en la zona del euro. Durante ese período, el tipo *forward* del eonia a diez años se redujo alrededor de 50 puntos básicos (véase gráfico 5), alcanzando un nuevo mínimo histórico del 0,65 %. En la segunda mitad del período —es decir, desde mediados de abril hasta comienzos de junio— la caída de los rendimientos se revirtió con creces, y el tipo *forward* del eonia a diez años aumentó hasta situarse entorno al 1,70 %. Como los vencimientos a corto plazo se mantuvieron anclados por el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE del -0,20 %, la pendiente de la curva de rendimientos aumentó de forma muy pronunciada. Los rendimientos de la deuda soberana de Alemania registraron una evolución prácticamente similar: el rendimiento de la deuda pública alemana a diez años descendió hasta un nivel próximo a cero y el rendimiento a 30 años se redujo hasta alrededor de 50 puntos básicos a mediados de abril (véase gráfico 6). A comienzos de junio, ambos rendimientos se habían recuperado hasta situarse en niveles similares a los observados en enero, en torno al momento del anuncio del APP.

Gráfico 5 Curva de tipos *forward* del eonia

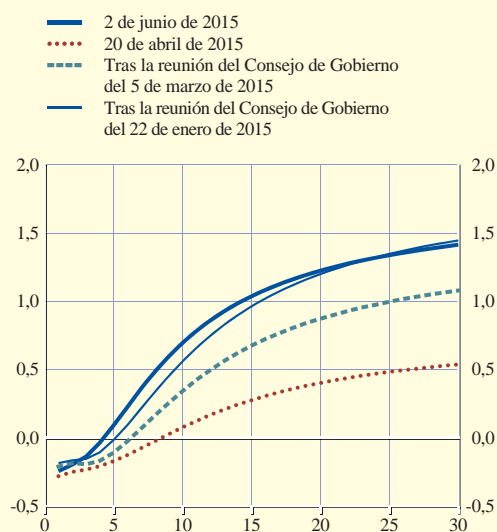
(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Curva cupón cero, Alemania

(porcentaje)



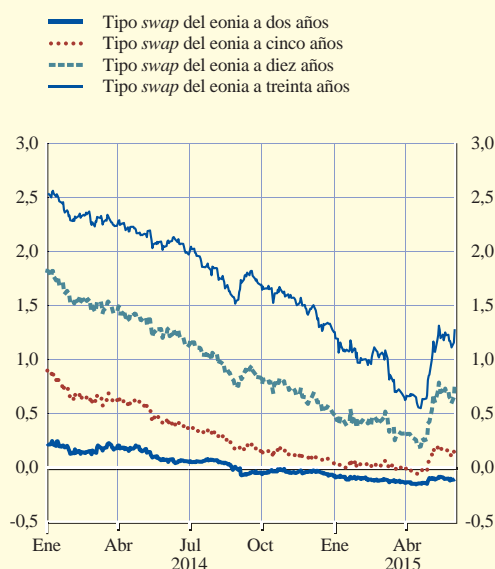
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, la mayoría de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se mantienen en niveles muy reducidos en todos los vencimientos, como consecuencia de la política monetaria acomodaticia del BCE [incluido el programa de compras del sector público (PSPP, por sus siglas en inglés)]. El hecho de que el PSPP fuese ampliamente anticipado por el mercado con bastante antelación a su anuncio hizo que se produjera un significativo ajuste de los rendimientos incluso antes de que se iniciaran las compras, observándose una caída de los tipos *swap* del eonia a más largo plazo de hasta 50 puntos básicos entre finales de agosto de 2014 y el anuncio del programa en enero (véase gráfico 7). La volatilidad observada en los rendimientos de la zona de euro tras el inicio de las compras en el marco del PSPP refleja, probablemente, una combinación de factores, entre ellos varias sorpresas positivas respecto a la economía de la zona del euro en la primera mitad del período considerado, factores de mercado de carácter técnico (como la presión de la oferta y la reducida liquidez de los mercados), así como un proceso de aprendizaje en virtud del cual el mercado se está adaptando a las compras a gran escala de deuda del sector público por parte del Euro-sistema. Entre el inicio de las compras en el marco del PSPP el 9 de marzo y finales de mayo, el Eurosistema compró deuda del sector público por importe de 147 mm de euros, con un plazo de vencimiento medio de algo más de ocho años.

La reciente volatilidad de los rendimientos se ha asociado principalmente a la volatilidad de los tipos de interés reales. La descomposición contable de las variaciones del tipo *swap* del eonia a diez años muestra que la mayor parte de esa volatilidad se debió a variaciones del tipo de interés real, mientras que el tipo *swap* de inflación se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 8). En la sección 4, sobre precios y costes, se ofrece más información sobre las expectativas de inflación.

Gráfico 7 Tipos *swap* del eonia

(porcentaje)

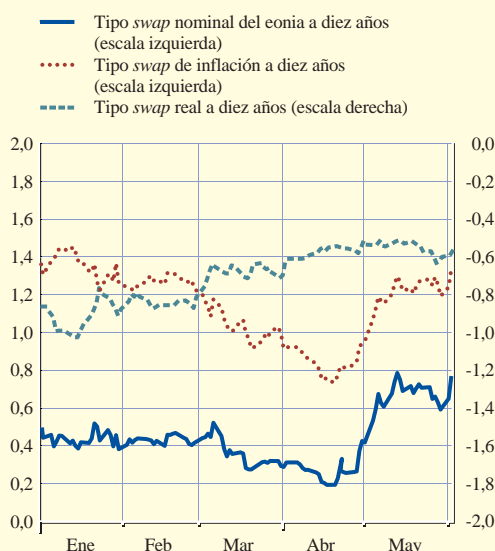


Fuente: Bloomberg.

Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Gráfico 8 Tipos *swap* real, nominal y de inflación a diez años de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El tipo *swap* real a diez años se calcula a partir del tipo *swap* del eonia a diez años y del tipo *swap* a diez años indexado a la inflación. La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Durante el período considerado, los países de la zona del euro con calificación crediticia más baja registraron un aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania. Este aumento estuvo determinado, principalmente, por la incertidumbre suscitada en torno al acceso de Grecia a la financiación y por el incremento de las emisiones de deuda pública a plazos más largos en algunos países. El diferencial de rendimiento a diez años aumentó alrededor de 40 puntos básicos en España e Italia y en torno a 60 puntos básicos en Portugal. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, se ha producido una convergencia significativa y relativamente estable entre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro (salvo en el caso de Grecia) con respecto a los altos niveles observados en julio de 2012.

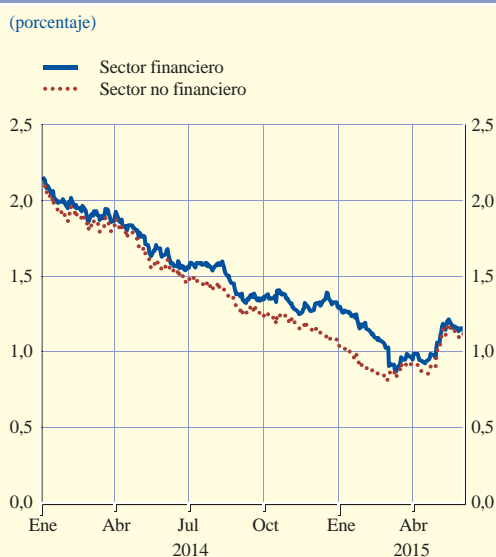
En la mayoría de los países, las otras categorías de activos adquiridos en el marco del APP —bonos garantizados y bonos de titulización de activos (ABS, por sus siglas en inglés)— reflejaron la evolución de la deuda soberana con calificación más elevada. Sin embargo, en algunos países, los bonos garantizados y los ABS se vieron afectados por la incertidumbre suscitada en torno al acceso de Grecia a la financiación, lo que dio lugar a algunos aumentos de los diferenciales de los bonos garantizados y de los márgenes de descuento de los ABS.

La evolución de los valores de renta fija privada y de las acciones estuvo determinada, principalmente, por el comportamiento de los mercados de deuda soberana. Los rendimientos de los valores de renta fija privada (tanto de emisores financieros como no financieros) se redujeron en la primera mitad del período considerado y aumentaron en la segunda mitad (véase gráfico 9), reflejando así la evolución de los mercados de deuda soberana. De la misma manera, el mercado bursátil de la zona del euro registró un buen comportamiento en la primera mitad del período considerado, observándose una subida del índice Euro Stoxx amplio de alrededor del 7 % a mediados de abril. Ese buen comportamiento coincidió con la caída de los rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro, que dio lugar a un descenso del coste futuro

previsto de la financiación y a un incremento del valor descontado de los beneficios empresariales futuros esperados. Al aumentar de nuevo los rendimientos de la deuda soberana, la mayor parte de las ganancias del mercado bursátil se revirtieron, y, en consecuencia, el índice bursátil Euro Stoxx subió menos del 1 % durante el período considerado en su conjunto. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 prácticamente no varió durante ese período. A largo plazo, los rendimientos del mercado de renta variable de Estados Unidos han sido superiores a los de los mercados bursátiles de la zona del euro (véase recuadro 2).

Las cotizaciones bursátiles del sector financiero y las del sector no financiero evolucionaron prácticamente de forma paralela durante el período considerado. Desde comienzos de 2014, las acciones del sector no financiero han registrado unos resultados notablemente mejores que las del sector financiero en la zona del euro (véase gráfico 10), mientras que en Estados Unidos se han obtenido resultados igualmente satisfactorios en ambos sectores.

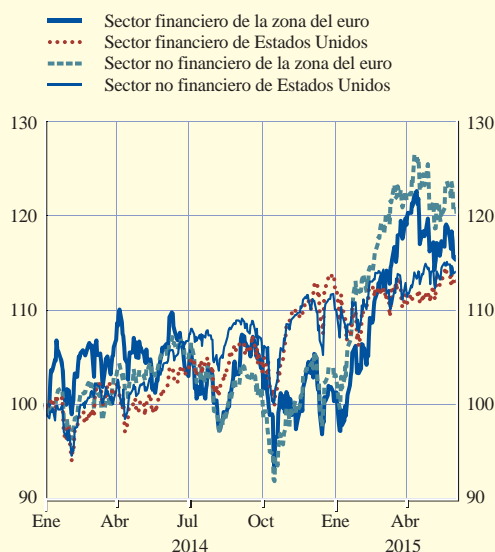
Gráfico 9 Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro



Fuentes: iBoxx y BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Gráfico 10 Índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero

(1 de enero de 2014 = 100)

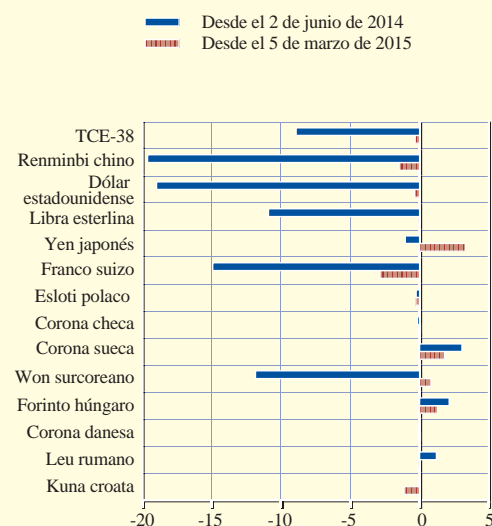


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Basados en índices de mercado de Datastream. La observación más reciente corresponde al 2 de junio de 2015.

Gráfico 11 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Variaciones porcentuales hasta el 2 de junio de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

El eonia descendió gradualmente en un entorno de niveles más elevados de exceso de liquidez. Los niveles más elevados de liquidez resultantes de las compras efectuadas en el marco del APP de y la operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico adjudicada en marzo provocaron un descenso gradual del eonia, que se redujo desde el $-0,06\%$ observado el 5 de marzo hasta el $-0,12\%$ el 2 de junio. El máximo que registra normalmente el eonia a finales de mes fue más contenido que en el pasado y, por primera vez, el tipo de fin mes fue negativo en abril. El 21 de abril, el tipo del euríbor a tres meses fue negativo por primera vez y el 2 de junio se situaba en el $-0,01\%$. En el recuadro 3 se analizan con más detalle la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

El tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses (véase gráfico 11). Entre principios de marzo y mediados de abril el euro se depreció en general frente a otras principales monedas y registró una volatilidad algo más acusada que en los meses anteriores, en consonancia con el cambio en las percepciones respecto a las perspectivas de los tipos de interés de la zona del euro en relación con otras grandes economías. Posteriormente, en el período transcurrido hasta mediados de mayo, el euro se apreció notablemente, tanto en términos efectivos como frente al dólar estadounidense, recuperando así parte de las pérdidas en un contexto de estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. No obstante, en la segunda mitad de mayo el euro volvió a depreciarse, retornando a niveles similares a los registrados a principios de marzo y situándose un $8,9\%$ por debajo del nivel observado un año antes. En términos bilaterales, el euro se depreció un $0,4\%$ frente al dólar estadounidense en el período comprendido entre los primeros días de marzo y el 2 de junio. La moneda única también se depreció frente a la libra esterlina, el franco suizo, el rublo ruso y el renminbi chino. En cambio, se apreció frente al yen japonés y frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de muchas economías emergentes. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

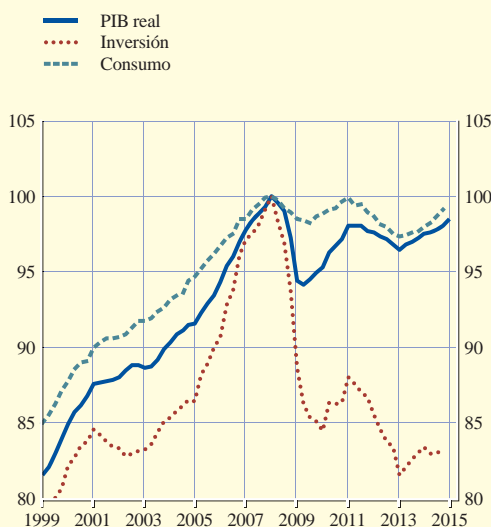
La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente y la situación en los mercados de trabajo ha mejorado. Además, recientemente, diversos factores han respaldado de manera creciente la actividad en la zona. El nivel más reducido de los precios del petróleo está impulsando la renta disponible real, favoreciendo el consumo privado. La reciente depreciación del tipo de cambio del euro está estimulando las exportaciones. El programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE también debería contribuir a la relajación de las condiciones generales de financiación y a mejorar el acceso al crédito, también por parte de las pequeñas y medianas empresas (pymes). De cara al futuro, se espera que la recuperación cíclica sea más autosostenida en los próximos trimestres, impulsada por la demanda interna y externa, y que el desempleo continúe disminuyendo. Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un incremento anual del PIB real del 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,0% en 2017.

La demanda interna se fortaleció en el primer trimestre de 2015. El PIB real se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015, frente al 0,3% del cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 12). Aunque en la fecha de cierre de este Boletín Económico no se disponía de detalles, los indicadores económicos y los datos nacionales sugieren que la demanda interna continuó siendo el principal factor impulsor del crecimiento en el primer trimestre de 2015. Asimismo, parece que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue ligeramente negativa, como consecuencia de una demanda mundial relativamente débil, en particular la procedente de las economías emergentes.

Los indicadores de opinión apuntan a que la recuperación cíclica continuó en el segundo trimestre de 2015. El índice compuesto de producción PMI y el indicador de sentimiento económico mejoraron

Gráfico 12 PIB real, inversión y consumo de la zona del euro

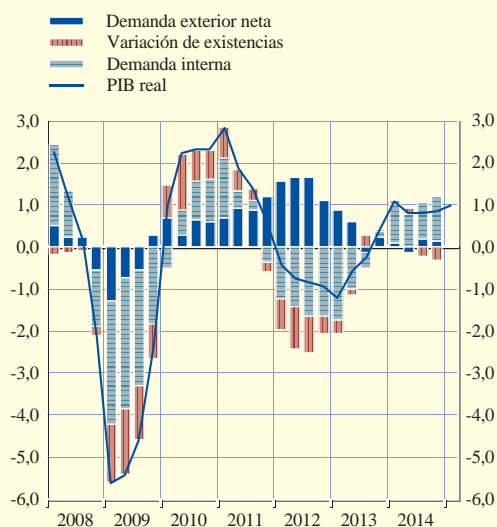
(índice I 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Crecimiento del PIB real de la zona del euro y de sus componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones interanuales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2014 no están desestacionalizados ni ajustados por días laborables. El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2015 se calcula utilizando la estimación preliminar, que está desestacionalizada y ajustada por días laborables.

entre el primer trimestre de 2015 y los dos primeros meses del segundo trimestre. Además, estos dos indicadores se situaron, en promedio, por encima de sus respectivas medias de largo plazo en abril y mayo.

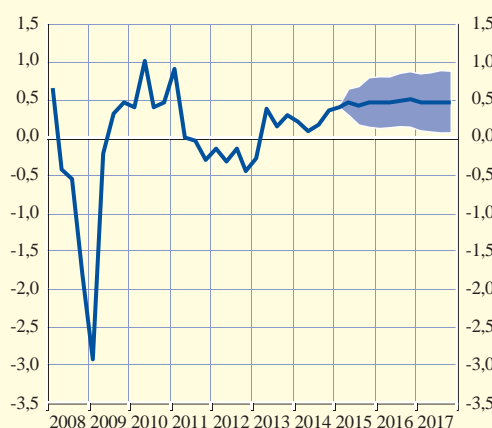
La recuperación económica ha mantenido el impulso y se ha extendido a todos los países desde principios de 2015. En primer lugar, el precio relativamente bajo del petróleo ha contribuido a un aumento sustancial de la renta disponible real de los hogares. En segundo lugar, la demanda interna seguirá beneficiándose de la mejora en curso de las condiciones financieras, favorecida por la orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de la relajación de las condiciones de oferta del crédito, como pone de manifiesto la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito y de las condiciones aplicadas a los préstamos en la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. En tercer lugar, se espera que la actividad de la zona del euro se vea cada vez más sostenida por el fortalecimiento gradual de la demanda externa y por la depreciación del euro. Además, factores como los ajustes de los balances de los sectores público y privado, que habían contribuido a la prolongada fase de crecimiento muy débil del PIB real de los últimos años, están revirtiendo paulatinamente y están ejerciendo una influencia menos negativa en la actividad económica de la zona. Por otra parte, se espera que, en muchos países, el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda haya concluido, como señala el cambio de tendencia de los precios de la vivienda. También se estima que la aceleración del crecimiento del PIB observado en el primer trimestre del año ha sido generalizado en todos los países de la zona del euro.

La valoración de que la recuperación económica continúa también ha quedado reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro¹. Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro se generalizará de forma gradual en los tres próximos años. Se esperan contribuciones positivas al crecimiento tanto de la demanda interna como de la externa. Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE deberían respaldar la actividad a corto y medio plazo a través de diversos canales. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro aumentará el 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,0% en 2017 (véase gráfico 14).

El consumo continúa siendo el principal factor determinante del crecimiento y cobró mayor impulso a principios de 2015. Es probable que el crecimiento del consumo privado, que ha sido el principal factor determinante de la recuperación económica en los últimos trimestres, haya vuelto a aumentar en el primer trimestre de 2015, al beneficiarse de forma significativa del crecimiento más

Gráfico 14 PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicadas en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

Notas: Datos ajustados por días laborables. Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009.

¹ Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

pronunciado de la renta disponible real, reflejo del descenso de los precios de la energía, del crecimiento del empleo y de los menores esfuerzos de consolidación fiscal. Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2014, los indicadores a corto plazo apuntan a un nuevo avance relativamente riguroso del consumo en el primer trimestre de 2015. Por ejemplo, el crecimiento intertrimestral agregado de las ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles en la zona del euro fue del 1,1 % en el primer trimestre de 2015, y en abril siguieron avanzando a un ritmo similar. Los indicadores de opinión apuntan a la continuación de la sostenida fortaleza del gasto en consumo en el segundo trimestre del año. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una orientación razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo privado, mejoró notablemente en el primer trimestre de 2015. Aunque este indicador descendió ligeramente en abril y mayo, todavía permanece en niveles anteriores a la crisis y bastante por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 15).

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo un factor clave en el repunte de la actividad. A corto plazo, el consumo privado debería beneficiarse de las favorables perspectivas de crecimiento de la renta disponible real, aunque se espera que el impulso se vea ligeramente atemperado por el impacto de la reversión parcial de la caída de los precios de la energía. Posteriormente se prevé que las rentas salariales se recuperen, como consecuencia de un aumento sostenido del empleo y del incremento de la remuneración nominal por asalariado.

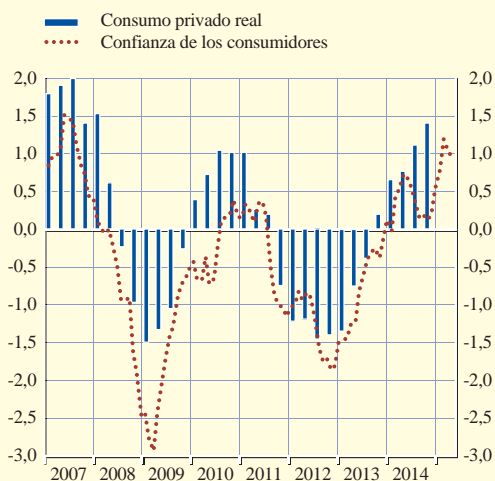
El gasto de inversión ha aumentado ligeramente en los últimos trimestres. Tras la contracción de la inversión observada a mediados de 2014, resultado de la atonía de la demanda, del desapalancamiento de las empresas y de la incertidumbre política y económica, el crecimiento de la formación bruta de capital fijo en el cuarto trimestre de 2014 fue débil, como consecuencia del avance de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se mantuvo estancada. Es probable que la inversión total de la zona del euro haya aumentado ligeramente, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2015, ya que la producción industrial de bienes de inversión se incrementó, la

utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas se incrementó considerablemente y la confianza en el sector de bienes de equipo siguió aumentando. En lo que respecta a la inversión en construcción, el avance de la producción de la construcción, que fue modesto en comparación con el cuarto trimestre, así como la mejora adicional de los indicadores de confianza, apuntan a un crecimiento moderado en el primer trimestre.

Se espera que el crecimiento de la inversión empresarial se recupere paulatinamente. Aunque el PMI del sector de bienes de equipo experimentó un leve deterioro en abril y mayo, la inversión empresarial debería convertirse progresivamente en un importante factor impulsor de la recuperación de la zona del euro, en consonancia con patrones históricos. El repunte gradual de la inversión empresarial se verá favorecido por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, por la necesidad de modernizar y recomponer un *stock* de capital cada vez

Gráfico 15 Consumo privado y confianza de los consumidores en la zona del euro

(tasas de variación interanual, ajustadas a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

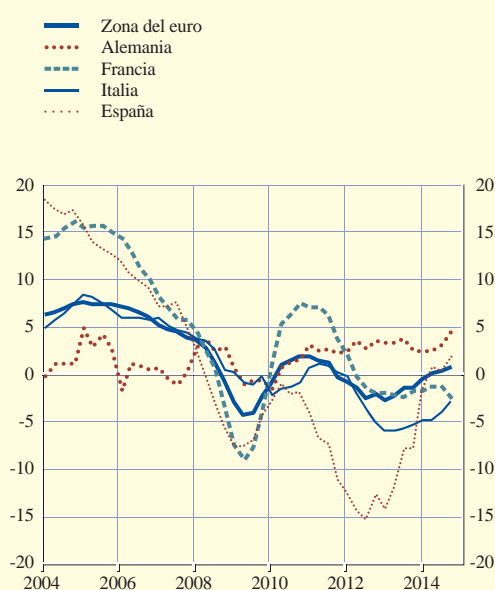
más antiguo, y por la orientación acomodaticia de la política monetaria, que se ha visto amplificada sustancialmente por las medidas no convencionales adoptadas, especialmente por el APP ampliado.

Se prevé que la inversión en construcción empiece a recuperarse moderadamente en 2015. La inversión en construcción empezará a recuperarse en 2015, tras un prolongado período de debilidad, favorecida por unos tipos de interés hipotecarios muy bajos en la mayoría de los países, la relajación de las condiciones de financiación y el avance del crecimiento de la renta disponible. Con el tiempo, los progresos esperados en los ajustes en los mercados de la vivienda de algunos países, como señala el cambio de tendencia en los precios de la vivienda (véase gráfico 16) también impulsarán la inversión residencial.

Según las estimaciones, las exportaciones crecieron con moderación a principios de 2015, adversamente afectadas por una demanda mundial menos sólida de lo previsto. Aunque las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un incremento intertrimestral del 0,8% en el cuarto trimestre de 2014, a principios de 2015 se observó una desaceleración. En los primeros meses de este año, las exportaciones a Estados Unidos y a América Latina continuaron fortaleciéndose, mientras que las exportaciones a China y otras economías asiáticas fueron moderadas (véase gráfico 17). Los indicadores de opinión disponibles señalan un repunte de las exportaciones de la zona en el segundo trimestre de 2015, y se espera que continúen creciendo en el segundo semestre de 2015 y posteriormente, favorecidas por el aumento gradual de la demanda mundial y el efecto retardado de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. No obstante, según las proyecciones, el impulso será bastante más limitado que el observado antes de la crisis, reflejando la ralentización que, en promedio, ha experimentado la actividad mundial, y la menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento. Se espera

Gráfico 16 Precios de los inmuebles residenciales

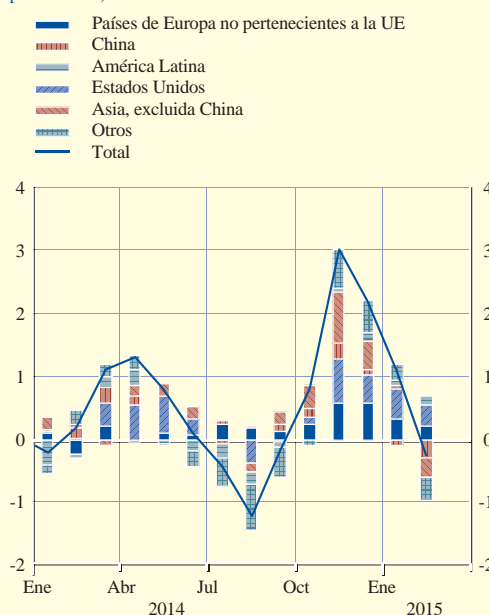
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 17 Exportaciones de bienes en términos reales a países no pertenecientes a la zona del euro y principales socios comerciales

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes al primer trimestre de 2015 solo se refieren a enero y febrero.

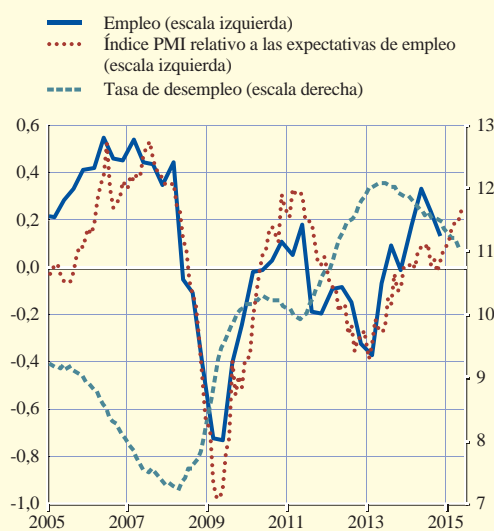
que las importaciones de la zona del euro continúen aumentando en el segundo trimestre de 2015 y que sigan fortaleciéndose a medio plazo, en línea con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, se prevé una contribución ligeramente positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real durante el horizonte de proyección. En el recuadro 4 se analiza la evolución de la balanza por cuenta corriente en los países de la zona del euro que registraban déficits abultados antes de la crisis.

Se espera que la recuperación de la zona del euro se produzca en un contexto de orientación básicamente neutral de la política fiscal entre 2015 y 2017. Se prevé que la orientación de la política fiscal, medida como el saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero, sea neutral, en líneas generales, durante el horizonte de proyección. La orientación restrictiva de la política fiscal de años anteriores fue resultado, principalmente, de la persistente moderación del crecimiento del gasto público en relación con el crecimiento tendencial del PIB nominal. Aunque esta tendencia continuará, quedará compensada en gran medida entre 2015 y 2017 con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales. El impacto positivo de los estabilizadores fiscales automáticos sobre la demanda interna disminuirá con el tiempo a medida que la economía se recupere.

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro continúa mejorando gradualmente. El empleo (véase gráfico 18) creció moderadamente, un 0,1 % en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2014 (el último período para el que se dispone de datos). A nivel sectorial, el mayor crecimiento del empleo correspondió a los servicios (en particular los servicios profesionales y los servicios no de mercado). Al mismo tiempo, el empleo en actividades financieras y de seguros siguió disminuyendo por undécimo trimestre consecutivo. En la industria, excluida la construcción, el empleo creció solo moderadamente, mientras que en la construcción se redujo de forma considerable tras registrar un incremento transitorio en el tercer trimestre. El total de horas trabajadas continuó aumentando en el último trimestre de 2014, a un ritmo más rápido que en trimestres anteriores. Los resultados de las encuestas indican una mejora continuada del empleo en el primer semestre de 2015. Los indicadores adelantados también apuntan a que la situación de los mercados de trabajo seguirá mejorando ligeramente.

Gráfico 18 Empleo en la zona del euro, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.
 Nota: Las expectativas PMI se expresan como desviaciones de 50 dividido por 10.

El desempleo siguió descendiendo gradualmente desde niveles elevados a principios de 2015. La tasa de desempleo de la zona del euro se redujo hasta el 11,2 % en el primer trimestre de 2015, desde el 11,4 % del cuarto trimestre de 2014. Además, en abril de 2015, esta tasa cayó hasta situarse en el 11,1 %, el nivel más bajo observado desde marzo de 2012, aunque todavía casi cuatro puntos porcentuales por encima del mínimo registrado antes de la crisis. Los descensos en curso de las tasas de desempleo son evidentes en todos los grupos (hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables en lo que respecta a los grupos de edad y a escala de países.

De cara al futuro, se espera que los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando a corto y medio plazo. Se prevé que el crecimiento del empleo se acelere ligeramente en los próximos trimestres, en un contexto de fortalecimiento de la recuperación. En consecuencia, se espera que la tasa de desempleo de la zona del euro continúe disminuyendo a medida que se extienda la recuperación.

No obstante, algunos factores siguen frenando la recuperación de la actividad general. El endeudamiento del sector público ha continuado aumentando, aunque a un ritmo más lento, y se espera que permanezca en niveles elevados en algunos países. Aunque el mercado de trabajo está mejorando, en general, seguirá ensombrecido por el elevado desempleo estructural, sobre todo en algunos de los países más afectados por la crisis. Estos dos factores deberían contribuir a que se mantengan las presiones al alza sobre el ahorro por motivo de precaución de los hogares. El lento ritmo de aplicación de reformas estructurales también continúa lastrando el crecimiento en varios países. Además, las perspectivas relativamente débiles de crecimiento potencial, la prolongada incertidumbre relacionada con la situación griega y las tensiones geopolíticas fuera de la zona del euro pueden seguir afectando al gasto de inversión.

Aunque los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, ahora están más equilibrados, debido a las decisiones de política monetaria del BCE y a la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio. Entre los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica se incluyen una nueva escalada de las tensiones geopolíticas, una desaceleración más pronunciada en las economías emergentes, y un impacto menos positivo de lo esperado de las TLTRO y el APP ampliado. Otros riesgos a la baja para el crecimiento del PIB real proceden de un endurecimiento más rápido de lo esperado de la política monetaria en Estados Unidos, con efectos de contagio adversos a algunas economías emergentes, y de un repunte más fuerte de lo previsto de los precios del petróleo. Estos riesgos a la baja se ven contrarrestados, aunque sólo en parte, por los riesgos al alza relacionados con un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad de las reformas estructurales y de los planes de inversión de la UE.

4 PRECIOS Y COSTES

La inflación general tocó fondo a principios de 2015 cuando remitieron las presiones a la baja procedentes de las tasas de variación de los precios de la energía. Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación media se sitúe en el 0,3 % en 2015, pero que aumente significativamente hasta alcanzar el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, previsiblemente pasará del 0,8 % en 2015 al 1,4 % en 2016 y al 1,7 % en 2017. El Consejo de Gobierno del BCE realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

La inflación general de la zona del euro ha seguido una trayectoria alcista en los últimos meses.

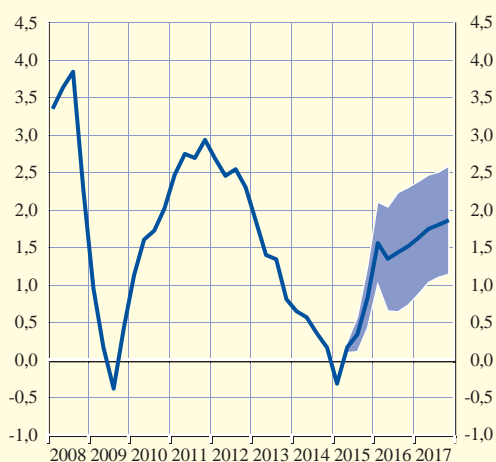
Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC pasó a ser positiva y se situó en el 0,3 % en mayo de 2015, frente al 0,0 % registrado en abril y al mínimo del -0,6 % de enero (véanse gráficos 19 y 22). Aunque la mayor parte del incremento observado desde enero se explica por la tasa de variación interanual menos negativa del componente energético, lo que, a su vez, refleja una recuperación de los precios del petróleo en euros, el repunte entre abril y mayo evidencia un avance de la tasa de variación de todos los componentes principales del IAPC.

La inflación de la zona del euro medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registró un avance y pasó del 0,6 % en abril hasta el 0,9 % en mayo.

El incremento de mayo refleja el aumento de la tasa de variación de los precios tanto de los servicios como de los bienes industriales no energéticos, en este último caso por tercer mes consecutivo. Esta medida de la inflación subyacente se ha mantenido en un intervalo comprendido entre el 0,6 % y el 1 % desde finales de 2013. Algunos factores globales, como los efectos de la apreciación del euro hasta mayo de 2014 y los efectos indirectos de las caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas hasta principios de 2015, continúan ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación subyacente medida por el IAPC. Una vez que desaparezcan estos efectos retardados, el traslado de la depreciación del tipo de cambio del euro a los precios de consumo de los bienes no energéticos será más apreciable. Por el lado interno, la persistente debilidad de la demanda de consumo y la capacidad para fijar precios de las empresas, así como el proceso de ajuste en determinados países de la zona del euro, también ayudan a explicar los reducidos niveles de inflación subyacente.

Gráfico 19 IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de junio de 2015.

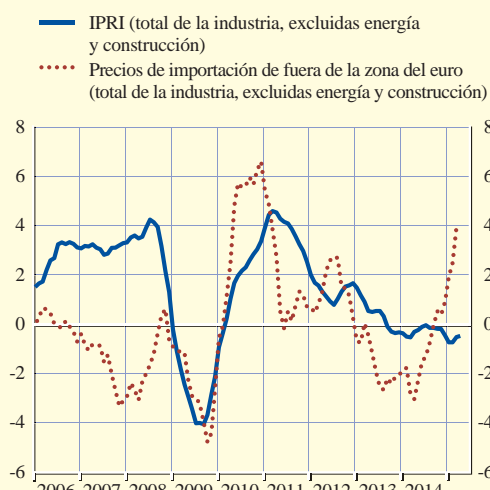
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015 (estimación preliminar).

El impacto de la depreciación del euro sobre la inflación debería ser más apreciable en los próximos trimestres.

Hasta el momento, el impacto ha sido visible, sobre todo, en la evolución de los precios de importación, pero aún no lo es en los precios industriales internos (véase gráfico 20). Tanto la tasa de variación interanual de los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio como la de los bienes intermedios importados han repuntado de forma acusada. Sin embargo, los bienes de consumo final importados

Gráfico 20 Precios industriales y precios de importación de la industria, excluidas energía y construcción, en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2015 para los precios de importación y a abril de 2015 para los precios industriales.

Gráfico 21 Tasa de variación de los precios de los servicios en países con tensiones actuales o pasadas y en otros países de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a abril de 2015. Los países con tensiones actuales o pasadas son Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

solo representan una proporción relativamente pequeña del componente de bienes del IAPC. Asimismo, los bienes intermedios importados se encuentran únicamente en las primeras fases de la cadena de precios y, en fases posteriores de la cadena, los precios industriales de bienes finales de consumo no alimenticio todavía tienen que repuntar de forma apreciable. Los indicadores de opinión relativos a las presiones inflacionistas latentes también confirman este panorama. Los datos de la encuesta PMI de mayo muestran que los precios de los bienes intermedios están repuntando, mientras que los precios cobrados se mantuvieron prácticamente estables. La reacción retardada de la inflación medida por el IAPC a la depreciación del euro es normal, no solo debido a que se produce una transmisión gradual a través de la elevación de los costes de bienes intermedios, sino también a que una parte del impacto procederá —aunque con un mayor retardo— del incremento de la demanda de bienes y servicios asociada a la actividad y los efectos renta derivados de la depreciación del tipo de cambio. En conjunto, se espera un traslado gradual de la depreciación del tipo de cambio. En el recuadro 5 se analiza más detalladamente la transmisión del tipo de cambio.

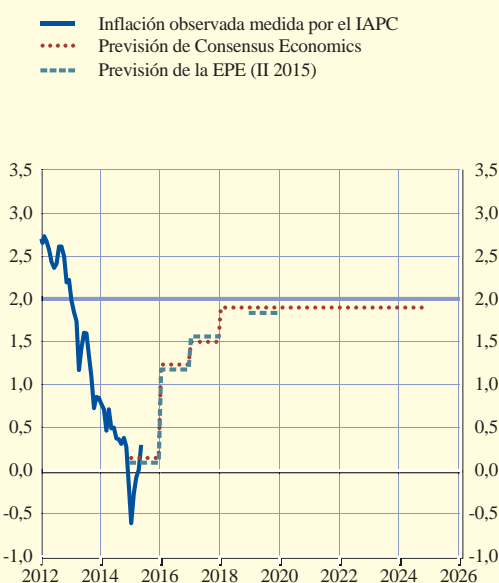
Las presiones inflacionistas internas continúan siendo moderadas hasta el momento, principalmente debido a la debilidad de la demanda. La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo desde el 1,9 % a principios de 2012 hasta el 1,2 % en diciembre de 2014, y experimentó una caída adicional, hasta el 1 %, en abril de 2015, antes de repuntar hasta el 1,3 % en mayo. La tendencia negativa de esta tasa en los últimos años ha sido consecuencia de la discreta evolución del crecimiento salarial y de los márgenes, que se vio moderadamente contrarrestado por las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Por países, la disminución de la inflación de los precios de los servicios ha sido especialmente pronunciada en los países con tensiones actuales o pasadas (véase gráfico 21). Ello puede ser reflejo, por una parte, de la mayor flexibilidad salarial y de precios tras las reformas estructurales y, por otra, de la profundidad de la crisis.

De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repunte a lo largo de 2015 y siga aumentando en 2016 y 2017. A partir de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación media medida por el IAPC se sitúe en el 0,3 % en 2015 y aumente hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se revisaron al alza para 2015 y se mantuvieron sin variación para 2016 y 2017. La inflación medida por el IAPC permanecerá previsiblemente en niveles bajos en los próximos meses hasta que los efectos de base al alza, junto con la subida prevista de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros, impulsen la inflación general a finales de 2015. Se prevé que la inflación siga aumentando en 2016 y 2017 a medida que las presiones inflacionistas internas en forma de crecimiento salarial y de los márgenes cobren fuerza, como consecuencia de la disminución adicional del grado de holgura de la economía y de las continuas presiones inflacionistas externas al alza que, a su vez, reflejan los efectos retardados del canal de tipos de cambio y la pendiente ascendente de la curva de los futuros sobre los precios del petróleo.

Las perspectivas de inflación son coherentes con el aumento que han experimentado los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación en la zona del euro con respecto a los reducidos niveles observados en enero. Las expectativas de inflación a más corto plazo basadas en los indicadores de opinión y de mercado, medidas por los tipos *swap* de inflación, han aumentado recientemente, en especial para 2016 y 2017. La recuperación de las expectativas de inflación a más largo plazo

Gráfico 22 Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

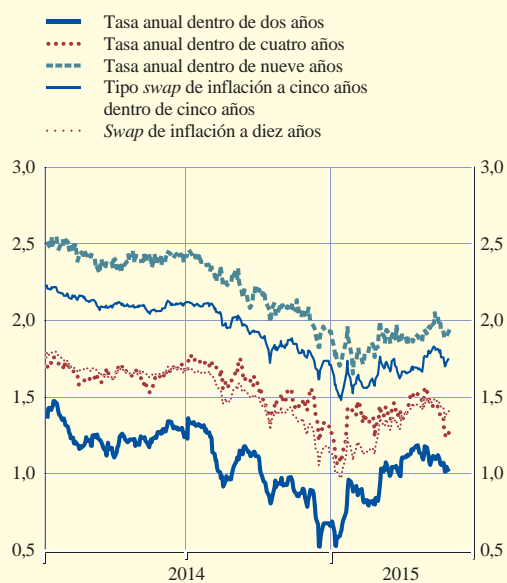
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Reuters, encuesta a expertos en previsión económica del BCE, cálculos del BCE y Consensus Economics.
Notas: La inflación observada medida por el IAPC se presenta hasta mayo de 2015 (estimaciones preliminares); los datos de la EPE se basan en los resultados de la encuesta del segundo trimestre de 2015. Los datos de Consensus Economics se basan en las previsiones de mayo de 2015 para 2015 y 2016, y en las previsiones de abril de 2015 para el resto de años.

Gráfico 23 Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes corresponden al 1 de junio de 2015.

de la zona del euro basadas en indicadores de opinión, hasta situarse en el 1,8 % aproximadamente, indica que los expertos en previsión económica muestran mayor confianza en que la inflación retornará a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo (véase gráfico 22). Asimismo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se recuperó, pasando de alrededor del 1,5 % en enero hasta el entorno del 1,8 % a comienzos de junio, mientras que el tipo *swap* de inflación a diez años en el mismo período se incrementó desde un nivel inferior al 1 % hasta situarse alrededor del 1,4 % (véase gráfico 23). En otros indicadores de mercado de las expectativas de inflación, como las tasas de inflación implícitas derivadas de los bonos soberanos indexados a la inflación de diferentes jurisdicciones, se observó una recuperación similar. El repunte de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado ha sido más pronunciado en la zona del euro que en Estados Unidos y el Reino Unido, lo que sugiere que los participantes en los mercados están, en cierta medida, reduciendo el riesgo a la baja que se ha incorporado en las expectativas de inflación de la zona del euro durante algún tiempo. En conjunto, esto implica que los riesgos de fuerzas o riesgos deflacionistas relacionados con los efectos de segunda vuelta derivados de la reciente caída de los precios de petróleo han disminuido significativamente en los últimos meses.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, así como a la evolución geopolítica, del tipo de cambio y de los precios de la energía.

5 DINERO Y CRÉDITO

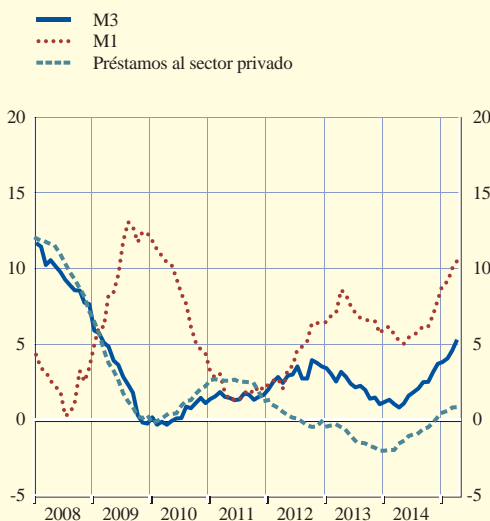
En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. El programa ampliado de compra de activos se tradujo en una mejora adicional de los indicadores monetarios. Aunque la dinámica del crédito siguió siendo débil, el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó cobrando fuerza. Los costes de financiación de las entidades de crédito volvieron a reducirse en el primer trimestre de 2015. La mayor relajación de las condiciones de concesión del crédito continúa favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. Además, las divergencias en los tipos de interés de los préstamos bancarios entre países disminuyeron de nuevo. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y están relajando las condiciones de concesión de los préstamos bancarios.

La recuperación del crecimiento de M3 ha cobrado fuerza. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta situarse en el 5,3 % en abril, frente al 4 % del primer trimestre de 2015 y el mínimo del 0,8 % de abril de 2014 (véase gráfico 24). El mayor crecimiento interanual de M3 estuvo impulsado fundamentalmente por el agregado monetario estrecho M1, lo que refleja, principalmente, el reducido coste de oportunidad de mantener los componentes más líquidos de M3. También se vio favorecido por las ventas de bonos del sector público, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero, en el contexto del programa ampliado de compra de activos. Por tanto, el crecimiento interanual de M1 registró una aceleración adicional, y su tasa interanual se situó en el 10,5 % en abril de 2015, frente al 9 % del primer trimestre del año. La evolución reciente del agregado monetario estrecho, que se considera un indicador adelantado del crecimiento económico de la zona del euro, respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

El sector tenedor de dinero se centra en los depósitos a la vista. El entorno de tipos de interés muy bajos y el perfil plano de la curva de rendimientos están favoreciendo que el sector tenedor de dinero

Gráfico 24 M3, M1 y préstamos al sector privado

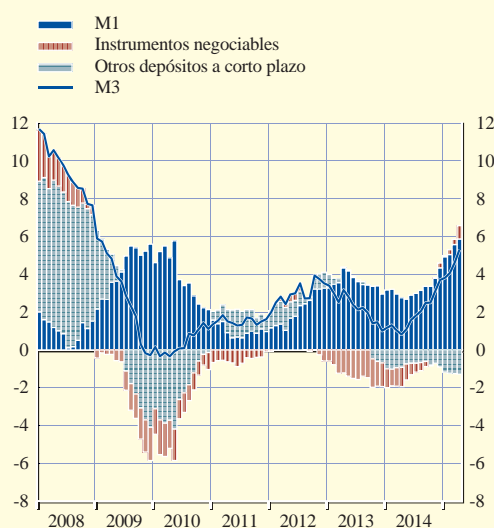
(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 25 M3 y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

invierta en depósitos a la vista incluidos en M3. M1 contribuyó significativamente al crecimiento de M3 en abril, beneficiándose del elevado crecimiento de estos depósitos en poder de los hogares y de las sociedades no financieras (véase gráfico 25). La preferencia del sector tenedor de dinero por los activos más líquidos, en especial los depósitos a la vista, señala una acumulación sostenida de colchones de liquidez. Los reducidos (y cada vez menores) niveles de remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyeron en abril a la continua contracción de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Además, la tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es relativamente reducido, se incrementó considerablemente y se situó en el 11,6%, tras haber alcanzado niveles positivos a finales del cuarto trimestre de 2014. El aumento fue generalizado en sus distintos subcomponentes.

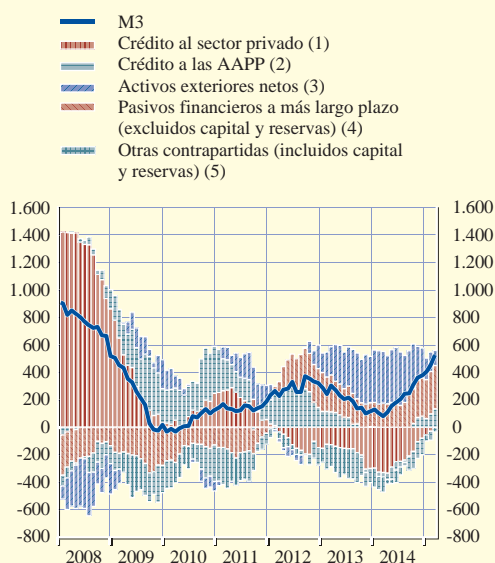
El cambio de composición de las carteras está impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio. El análisis de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 26) muestra que su evolución estuvo determinada, principalmente, por un alejamiento de los pasivos financieros a más largo plazo y, en menor medida, por un descenso de los flujos de entrada en los activos exteriores netos de las IFM, que no obstante permanecieron en niveles positivos. El giro en la dinámica de los préstamos también contribuyó. La contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero se aceleró y se situó en el -5,7% en el primer trimestre de 2015 y en el -6,4% en abril del mismo año, en comparación con el -4,8% del cuarto trimestre de 2014. Su fuerte contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil plano de la curva de rendimientos. Con relación a su máximo de mediados de 2014, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo significativamente en el primer trimestre de 2015, aunque continúa siendo positiva, sustentada por el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción refleja las crecientes salidas netas de la zona del euro de inversiones en instrumentos de deuda, que superaron el aumento de las entradas netas en la zona del euro de inversiones en renta variable, lo que pone de manifiesto que se mantiene el interés de los inversores extranjeros en los valores de renta variable de la zona del euro.

La situación de solvencia y de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro es sólida en general. Las entidades de crédito han mejorado sus ratios de capital, en parte aumentando las emisiones de acciones, pero también mediante el desapalancamiento y la aplicación de unas condiciones crediticias más restrictivas (criterios de aprobación del crédito más estrictos y diferenciales de los préstamos más elevados). El énfasis en los ajustes de los balances y los notables avances en las ratios de capital de las entidades de crédito han ayudado a fijar las condiciones para lograr una mejora sostenida del canal del crédito bancario de la política monetaria.

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron reduciéndose en el primer trimestre de 2015. La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito está relacionada, en gran medida, con el programa ampliado de compra de activos. Las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito se

Gráfico 26 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$).

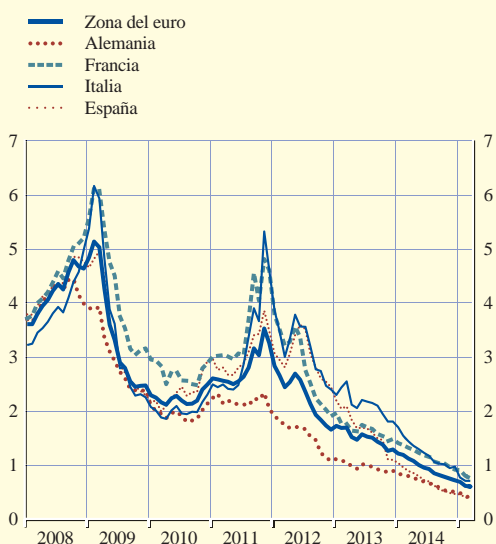
reflejan en el rendimiento de los bonos bancarios no garantizados, que disminuyó hasta mínimos históricos durante el primer trimestre de 2015, situándose en términos medios en el 0,8% anual en marzo de dicho año. El coste de los depósitos para las entidades de crédito también volvió a descender, pero, por el momento, no hay signos de un movimiento general a niveles negativos debido al tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE. En conjunto, el coste agregado de la financiación de las entidades de crédito presenta una caída sostenida (véase gráfico 27), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En este contexto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2015¹ mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación había mejorado en el primer trimestre de 2015 para todos los instrumentos de mercado principales así como para los depósitos minoristas. En comparación con el trimestre anterior, las mejoras fueron acusadas en todas las categorías principales, pero en especial en lo relativo al acceso de las entidades de crédito a los valores representativos de deuda y a las titulizaciones.

La mayor relajación de las condiciones de concesión del crédito sigue favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, en especial los concedidos a las empresas. La encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2015 muestra que la mayor competencia entre las entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión del crédito en el primer trimestre de 2015, que coincidió con un aumento sostenido de la demanda de préstamos por parte de las empresas (véase gráfico 28). Las entidades de

1 Véase www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html.

Gráfico 27 Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

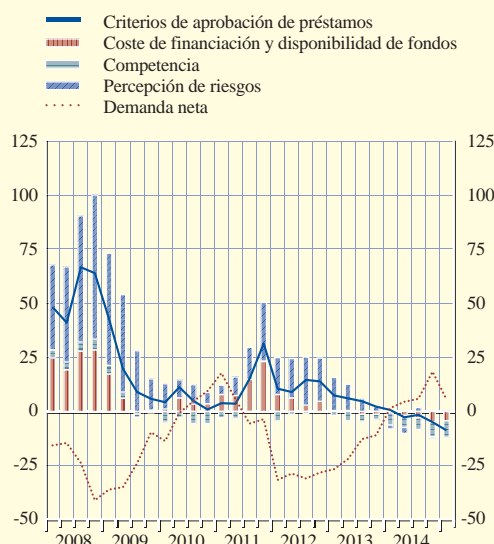
(coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; en porcentaje)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE. Notas: La media de los tipos de interés de los depósitos de las nuevas operaciones y el coste de financiación mediante deuda se han ponderado con los correspondientes saldos vivos.

Gráfico 28 Factores que contribuyen al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras y demanda neta

(porcentaje neto medio por categoría)



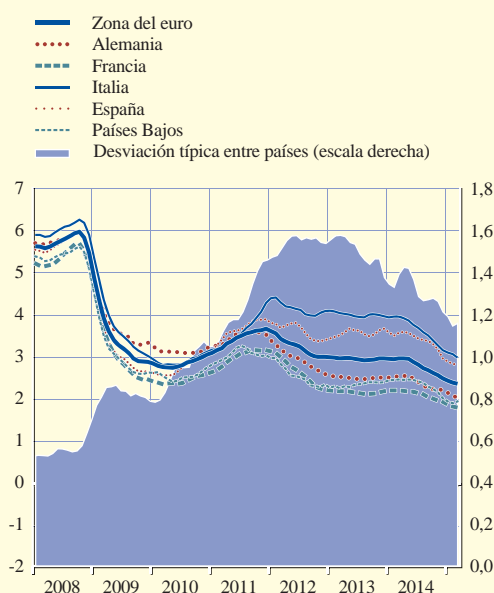
Fuente: BCE. Notas: El «coste de financiación y disponibilidad de fondos» se expresa como media no ponderada del «coste relacionado con la posición de capital», el «acceso a la financiación en los mercados» y la «posición de liquidez»; la «percepción de riesgos» se expresa como media no ponderada de la «situación económica general y perspectivas», la «situación y perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas / solvencia del deudor» y el «riesgo relativo a la garantía solicitada»; y la «competencia» se expresa como media no ponderada de la «competencia de entidades de crédito», la «competencia de entidades no bancarias» y la «competencia de la financiación en los mercados».

crédito continuaron relajando las condiciones de los nuevos préstamos en todas las categorías a lo largo del trimestre, principalmente debido al estrechamiento adicional de los márgenes de los préstamos ordinarios. Mientras que los bancos relajaron los criterios de aprobación de los créditos a las sociedades no financieras, se produjo un ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Además, como confirmó la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés), la mejora de las condiciones del mercado crediticio no es solo aplicable a las grandes empresas, sino también a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Esta evolución positiva se registra en un entorno en el que las sociedades no financieras, y sobre todo las pymes, siguen recurriendo a las fuentes de financiación en los mercados con menor frecuencia que a la financiación bancaria (véase el recuadro 6 titulado «Financiación no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro durante la crisis»).

La reducción de los tipos de interés del crédito bancario refleja el efecto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE. Desde la introducción por parte del BCE de las medidas de relajación del crédito a mediados de 2014 y el anuncio del programa de compra de activos, el coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y los hogares ha disminuido significativamente. En concreto, desde el tercer trimestre de 2014, cuando el BCE reforzó sus medidas para dotar de un mayor grado de acomodación a la política monetaria, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la mejora de sus costes de financiación en forma de tipos de interés de los préstamos bancarios más bajos: los costes de financiación agregados de los hogares para adquisición de vivienda y de las sociedades no financieras de la zona del euro han descendido en torno a 50 puntos básicos y 40 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30).

Gráfico 29 Indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

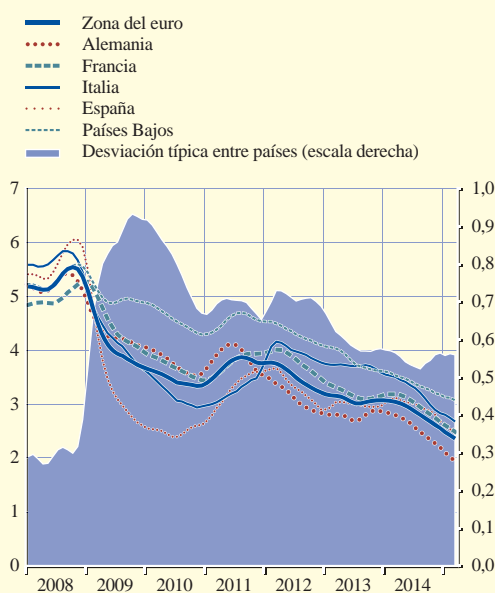


Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste de financiación se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a marzo de 2015.

Gráfico 30 Indicador sintético del coste de financiación de los hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

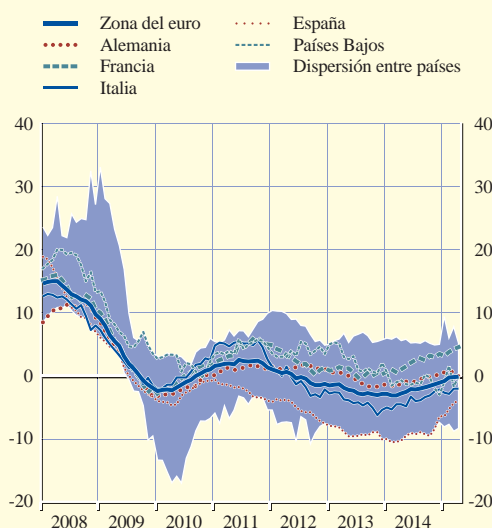
Notas: El indicador del coste de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a marzo de 2015.

Las divergencias entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido disminuyendo. Pese a algunos cambios alentadores en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de concesión siguen siendo heterogéneos entre los distintos países y sectores. A este respecto, el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 y el programa de compra de activos han contribuido a estrechar la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro que registran actualmente las tasas más bajas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras también están reduciéndose de forma especialmente acusada los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a dichos préstamos.

La dinámica del crédito siguió siendo débil, pero el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó fortaleciéndose. Ajustado de ventas y titulizaciones, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado continuó su recuperación y aumentó hasta el 0,8 % en abril de 2015, frente al 0,5 % del primer trimestre de 2015 y un mínimo del -2,1 % en enero de 2014. En concreto, la disminución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió moderándose (véase gráfico 31), mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares se elevó ligeramente (véase gráfico 32). Esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario, que ha sido generalizada en la zona del euro desde el verano de 2014, así como por los signos de mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Aunque la atonía económica y las condiciones históricamente duras de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito en algunas partes de la zona del euro, las ediciones recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman la valoración de que las tensiones en la oferta de crédito están disminuyendo progresivamente y apuntan a un incremento de la demanda de préstamos.

Gráfico 31 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

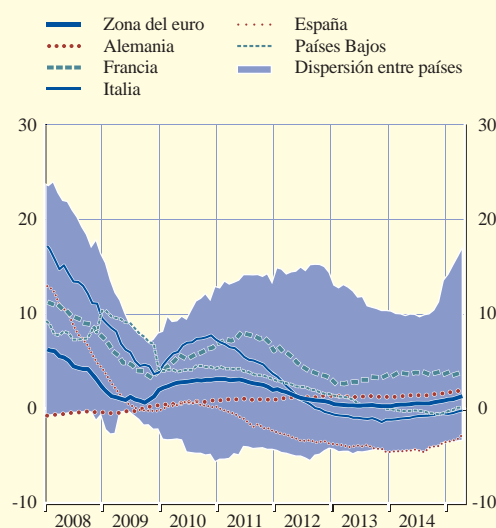


Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Gráfico 32 Préstamos de las IFM a los hogares en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a abril de 2015.

Tras la recuperación registrada en 2014, el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el primer trimestre de 2015. La reciente estabilización refleja, sobre todo, la disminución de la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras observada a finales de verano y principios de otoño del año pasado. Los datos mensuales recientes muestran que la emisión de estos valores volvió a aumentar a principios de 2015, tras el anuncio y la puesta en marcha del programa de adquisiciones de valores del sector público (PSPP, en sus siglas en inglés). El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó cayendo en el primer trimestre de 2015 y se estabilizó en niveles reducidos en marzo, ya que el incremento del coste de las acciones fue compensado por la reducción del coste de los préstamos bancarios a largo plazo. En abril y mayo de 2015, el coste de las acciones se mantuvo estable, en general, en los niveles registrados antes de la crisis. El coste de los valores de renta fija aumentó en mayo, pero en una medida considerablemente menor que el rendimiento de la deuda soberana, tras haber alcanzado niveles históricamente bajos en marzo y abril de 2015.

6 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Aunque los saldos nominales han mejorado como consecuencia de la recuperación cíclica y de unos tipos de interés más bajos, en general se espera que los procesos de consolidación fiscal se paralicen, en términos estructurales, en los próximos años. Esto se debe, en parte, a que las políticas presupuestarias prudentes seguidas anteriormente se han debilitado, en un entorno de mayor flexibilidad en la aplicación de las reglas fiscales. De cara al futuro, será necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda pública se sitúe en una senda descendente sostenible.

Se espera que el saldo presupuestario de la zona del euro en su conjunto continúe mejorando.

Según las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá desde el 2,4% del PIB en 2014 hasta el 1,5% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Se prevé que esta mejora se deba al impacto cíclico de la recuperación económica en curso y a la disminución de los costes de financiación. No obstante, se proyecta que el saldo estructural se mantenga prácticamente sin variación hasta 2017, ya que se prevé que las mejoras por el lado del gasto queden compensadas, en gran medida, con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales por el lado de los ingresos. En comparación con las proyecciones de marzo de 2015, las perspectivas en lo que respecta al déficit general son ligeramente más favorables, como consecuencia de una revisión a la baja de los pagos de intereses.

Según las proyecciones, la deuda de las Administraciones Públicas se reducirá gradualmente durante el horizonte de proyección, aunque se mantendrá en un nivel elevado.

Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro comience a descender con respecto al nivel máximo del 92% del PIB registrado en 2014 y que se sitúe en el 88,4% del PIB para finales de 2017. Aunque la mejora de las perspectivas de deuda es menos acusada que la prevista en marzo, ello se debe principalmente a una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como a la mejora de los saldos primarios. No obstante, el nivel de deuda previsto sigue siendo elevado y pone de relieve la necesidad de continuar con los esfuerzos de consolidación a fin de que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. Esto es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantea el envejecimiento de la población. Según el Informe sobre envejecimiento 2015 publicado por el Comité de Política Económica y la Comisión Europea, los costes totales ligados al envejecimiento en la zona del

Cuadro 1 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Ingresos totales	45,9	46,6	46,7	46,4	46,0	45,8
b. Gastos totales	49,5	49,4	49,1	48,5	47,9	47,3
de los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3	2,2
d. Gasto primario (b - c)	46,5	46,6	46,5	46,0	45,5	45,1
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,5	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4
Saldo estructural	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4
Deuda bruta	89,1	90,9	92,0	91,5	90,2	88,4
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9	2,0

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, incluida Lituania (también para el período anterior a 2015). Los datos son acordes con los datos que figuran en las Proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

euro se incrementarán en 1,5 puntos porcentuales del PIB para 2060, hasta el 28,3%, esperándose aumentos muy superiores en algunos países de la zona (para más detalles, véase el recuadro 7).

Tras un período de aplicación de sustanciales medidas de consolidación hasta 2013, se espera que la orientación de la política fiscal sea básicamente neutral hasta 2017. En vista de que los esfuerzos de consolidación previstos en la zona del euro son limitados, se espera una ampliación de las brechas con respecto a los esfuerzos estructurales previstos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pese a que es probable que los esfuerzos estructurales sean insuficientes, según las previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea, todos los países de la zona que actualmente están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), excepto España, van por la senda adecuada para la derogación del PDE a su tiempo, debido fundamentalmente al impacto cíclico que hace que el déficit disminuya. Sin embargo, dado que las situaciones presupuestarias estructurales apenas están mejorando, existe el riesgo de que se repitan los errores cometidos en el período anterior a la crisis, cuando se puso en evidencia que las mejoras de los saldos presupuestarios no eran duraderas. A medida que la recuperación cíclica cobre impulso, será importante prestar más atención a la sostenibilidad de la deuda y reanudar los esfuerzos de consolidación para lograr avanzar hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo en aquellos países que todavía tienen necesidades de consolidación (véase recuadro 8).

