

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Se espera que, tras haber perdido algo de impulso a principios de 2015, la economía mundial retome su senda de moderada recuperación, con diferencias notables entre regiones. En Estados Unidos y el Reino Unido existen indicios de un repunte de la actividad, mientras que en Japón los indicadores disponibles señalan unas perspectivas de crecimiento más ligero, tras la fuerza del primer trimestre. En China, los datos recientes indican una reactivación de la expansión económica en el segundo trimestre, aunque la caída de las cotizaciones ha incrementado la incertidumbre. El impulso del comercio mundial continúa siendo débil, debido principalmente a la caída del comercio en las economías emergentes. La inflación mundial se mantiene baja, contenida por los descensos previos del precio de la energía.

La evolución reciente de los mercados financieros de la zona del euro ha estado marcada por un incremento de la volatilidad, debido sobre todo a la mayor incertidumbre en torno a las negociaciones entre Grecia y sus acreedores oficiales. Aunque los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado, con carácter general, desde principios de junio, en las últimas semanas se han registrado algunas oscilaciones pronunciadas. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro permanecieron, en conjunto, prácticamente sin variación en niveles más elevados que los mínimos históricos registrados recientemente, a mediados de abril. Los diferenciales con respecto al rendimiento del bono alemán se redujeron en Italia, España y Portugal, y se mantuvieron básicamente estables, en conjunto, en el resto de los países de la zona del euro, salvo Grecia. El tipo de cambio del euro se depreció en términos efectivos.

Se ha confirmado que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,4 % en el primer trimestre de 2015. El crecimiento estuvo impulsado por la demanda interna, que se apoyó en las sólidas aportaciones del consumo privado y, ahora, también de la inversión. Los últimos datos de las encuestas, disponibles hasta junio, siguen siendo coherentes con un mantenimiento de la tendencia de crecimiento moderado en el segundo trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación de la economía continúe generalizándose. La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable en las condiciones de financiación, así como por los progresos logrados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían seguir reforzando la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales, favoreciendo, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de las mejoras de la competitividad-precio.

La inflación tocó fondo a principios de año y ha vuelto a valores positivos en los últimos meses. La inflación interanual medida por el IAPC experimentó un ligero descenso en junio, hasta el 0,2 %, frente al 0,3 % registrado en mayo. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que continúe siendo reducida en los próximos meses y aumente hacia finales de año, debido en parte a efectos de base asociados a la caída que experimentaron los precios del petróleo a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, el impacto de la depreciación del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años.

El crecimiento de los agregados monetarios estrecho y amplio continuó siendo sólido. En un entorno de bajos tipos de interés, el cambio de composición de las carteras está impulsando el crecimiento de M3, y la contribución de los depósitos a la vista a este crecimiento sigue siendo considerable. La dinámica crediticia ha seguido mejorando, aunque se mantiene débil, en especial en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. Los tipos de interés del crédito bancario volvieron a disminuir, y la encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro apunta a nuevas mejoras de las condiciones de concesión y de la demanda de crédito. Asimismo, la fragmentación de la demanda de crédito entre países se redujo y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico ayudaron a mejorar las condiciones de oferta de crédito. En general, las medidas de política monetaria que ha puesto en marcha el BCE desde junio de 2014 están contribuyendo claramente a la mejora tanto de las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, como de los flujos de crédito en toda la zona del euro.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), el Consejo de Gobierno, en su reunión del 16 de julio de 2015, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, los programas de compras de activos siguen progresando satisfactoriamente. El Consejo de Gobierno también reafirmó su valoración previa de que existe la necesidad de mantener una orientación firme de la política monetaria, en la que la plena aplicación de todas las medidas de política monetaria prestará el apoyo necesario a la economía de la zona del euro y se traducirá en un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de la situación de los mercados financieros, así como de las posibles implicaciones para la orientación de la política monetaria y para las perspectivas de estabilidad de precios. Si algún factor condujera a un endurecimiento injustificado de la política monetaria, o si las perspectivas de estabilidad de precios fueran a verse alteradas significativamente, el Consejo de Gobierno utilizaría todos los instrumentos dentro de su mandato para responder a tal situación.

1 Entorno exterior

Tras la desaceleración del ritmo de expansión observada a principios de 2015, se espera que la economía mundial retome su senda de moderada recuperación.

Las encuestas más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento sostenido en el segundo trimestre de 2015. El índice PMI global compuesto de producción, excluida la zona del euro, registró una ligera caída en junio (véase gráfico 1), situándose por debajo de la media de largo plazo. En tasa trimestral, el índice registró un descenso moderado en el segundo semestre de 2015 en comparación con el trimestre anterior. El crecimiento trimestral del producto siguió siendo sólido en las economías avanzadas, en particular en Estados Unidos y el Reino Unido. Los PMI de las economías emergentes continuaron afectando al índice global, reflejando la desaceleración en curso del crecimiento en estas economías, debido tanto a factores cíclicos como estructurales (véase recuadro 1). Al mismo tiempo, otros indicadores de corto plazo sugieren cierta capacidad de resistencia de la actividad mundial. El Índice de clima económico mundial del Ifo volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2015 y los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE también sugieren un ritmo de crecimiento sostenido en general.

El ritmo de crecimiento del comercio mundial sigue siendo lento, pero los indicadores PMI más recientes de nuevos pedidos exteriores sugieren que podría haberse alcanzado un mínimo. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales se redujeron un 1,1% en abril de 2015 en tasa intertrimestral, algo menos que en marzo (véase gráfico 2). La divergencia observada en la actividad

Gráfico 1
Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)

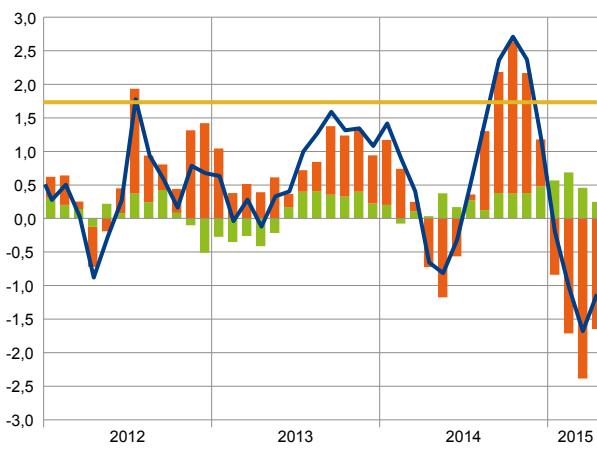


Fuentes: Markit y BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a junio de 2015. «PMI global excluida la zona del euro: media de largo plazo» se refiere al período transcurrido a partir de 1999. Economías emergentes: Brasil, China, India y Rusia. Economías avanzadas: Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

Gráfico 2
Crecimiento de las importaciones de bienes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

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

entre las economías avanzadas y las emergentes se refleja en la evolución del comercio con la reciente debilidad del ritmo causada por el descenso de las importaciones reales en las economías emergentes, especialmente de Asia. Aunque el ritmo de crecimiento del comercio también ha experimentado una ligera desaceleración en las economías avanzadas, ha seguido siendo sólido en general.

La inflación general a nivel mundial sigue siendo reducida, contenida por los efectos de base de los anteriores descensos de los precios de la energía.

La inflación interanual en la OCDE aumentó ligeramente en mayo, hasta el 0,6%, impulsada por un descenso interanual de los precios de la energía más lento que en el mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en los países de la OCDE siguió siendo reducida y se mantuvo estable en el 1,6%. La evolución de la inflación medida por los precios de consumo en los principales países no pertenecientes a la OCDE presenta considerables divergencias, con un nuevo incremento interanual en Brasil y sendos descensos en Rusia (partiendo de niveles elevados), China e India.

La actividad en Estados Unidos muestra indicios de un repunte, tras el estancamiento observado a comienzos de 2015. El descenso del PIB real (de un -0,04 % en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2015 resultó menor de lo estimado con anterioridad. Esa desaceleración transitoria tuvo su origen, principalmente, en las frías temperaturas, en las alteraciones portuarias causadas por los conflictos laborales, en el impacto de una apreciación anterior del dólar estadounidense y en una acusada caída de la inversión en el sector de la energía. Los indicadores recientes son coherentes con un repunte del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. En particular, el reciente aumento de la confianza de los consumidores es un buen augurio para una recuperación del crecimiento del gasto en consumo, en la medida en que los hogares podrían comenzar a gastar cada vez más los ingresos extraordinarios derivados de los anteriores descensos de los precios del petróleo. El ritmo subyacente del mercado de trabajo también sigue siendo robusto, como se refleja en la sólida creación de empleo registrada en junio. Al mismo tiempo, la inflación siguió siendo reducida, como consecuencia de las anteriores caídas de los precios del petróleo y de la apreciación del dólar estadounidense. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en mayo tras registrar, durante cuatro meses, valores de cero o negativos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se redujo ligeramente, reflejando los descensos de la inflación de los precios tanto de los bienes como de los servicios.

Los indicadores disponibles sugieren un nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento en Japón, tras el fuerte repunte observado a comienzos del año, mientras que la inflación sigue siendo reducida. El crecimiento del PIB se afianzó en el primer trimestre de 2015, con un incremento intertrimestral del 1%, respaldado principalmente por un repunte de la inversión privada y una importante contribución de la variación de existencias. Los indicadores de corto plazo correspondientes a mayo fueron más bien desfavorables, mostrando caídas tanto de la producción industrial como de las exportaciones reales, mientras que el

crecimiento del consumo real fue más débil que en el primer trimestre. Al mismo tiempo, la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a junio indica una mejora de la confianza empresarial, tanto en las empresas manufactureras como en las no manufactureras en comparación con marzo. Las tasas de inflación interanual, medida por el IPC, siguieron siendo bajas, situándose la inflación general en el 0,5 % en mayo y la inflación excluidos la energía y los alimentos en el 0,4 %. Por lo que respecta a las políticas económicas, el Banco de Japón anunció un «Nuevo marco para las reuniones sobre política monetaria» (que entrará en vigor a partir de enero de 2016) encaminado a aumentar la transparencia.

El crecimiento económico experimentó una desaceleración en el Reino Unido a comienzos de 2015 y se prevé un repunte en el segundo trimestre del año.

El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta situarse en el 0,4 % en el primer trimestre, frente al 0,8 % del cuarto trimestre de 2014, principalmente como resultado de una acusada caída de la contribución de la demanda exterior neta. No obstante, la demanda interna siguió respaldando el crecimiento. El índice PMI compuesto y los datos de producción industrial sugieren que el crecimiento debería registrar una aceleración en el segundo trimestre del año. La tasa de desempleo se incrementó hasta el 5,6 % en los tres meses transcurridos hasta mayo de 2015, mientras que el crecimiento de los salarios experimentó una aceleración. La inflación interanual medida por el IPC continúa situándose en torno a su mínimo histórico debido a los reducidos precios de la energía y los alimentos.

En China, tras una desaceleración del ritmo de expansión a comienzos del año, repuntó el crecimiento del PIB real, pero la reciente corrección del mercado bursátil ha hecho que aumente la incertidumbre. Tras un crecimiento contenido del 1,4 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre de este año, el PIB real experimentó un repunte hasta el 1,7 % en el segundo trimestre, respaldado por las recientes medidas monetarias de estímulo fiscal. Al mismo tiempo, persisten algunos puntos débiles en la medida en que la inversión en vivienda sigue siendo poco dinámica y se mantiene la debilidad de las importaciones. La incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera de China ha aumentado ligeramente tras la acusada corrección de los mercados de renta variable observada el mes pasado, que siguió a los incrementos muy rápidos de los meses anteriores.

2 Evolución financiera

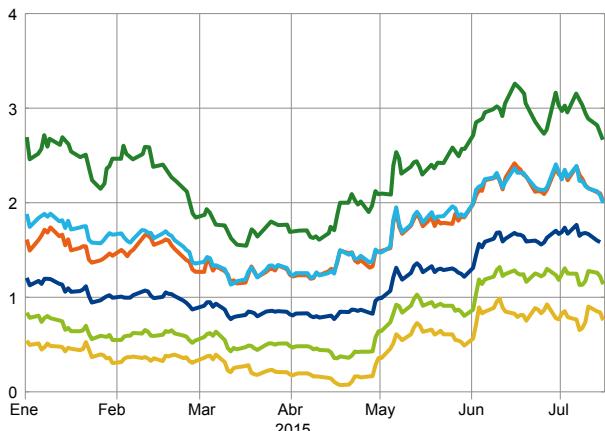
En general, entre principios de junio y mediados de julio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron básicamente sin variación, situándose, en promedio, unos 75 puntos básicos por encima de los mínimos históricos registrados en torno a mediados de abril. Entre principios de junio y mediados de julio, la evolución de los tipos de interés fue bastante desigual. A principios de junio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se incrementaron sustancialmente (véase gráfico 3). El incremento registrado en este período puede haber estado asociado a

Gráfico 3

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

(porcentajes)

—	Zona del euro	—	Francia
—	Alemania	—	Italia
—	España	—	Portugal



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

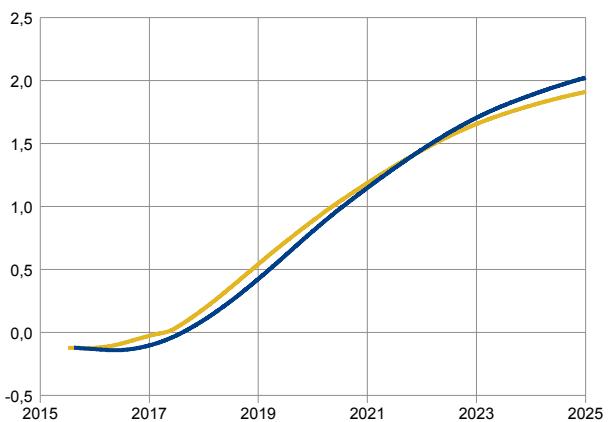
Nota: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)

—	15 de julio de 2015
—	5 de junio de 2015



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

un ligero aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, entre otros factores. La evolución adversa de la liquidez en los mercados de deuda soberana también estuvo relacionada, según parece, con el incremento de los rendimientos en este período. En promedio, los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro se redujeron hasta alrededor del 1% entre el 10 de junio y mediados de julio, observándose algunas fluctuaciones más pronunciadas en momentos de mayor preocupación de los mercados acerca del resultado del referéndum en Grecia. Los diferenciales con respecto al bono alemán se redujeron en Italia, España y Portugal, y se mantuvieron básicamente estables, en conjunto, en el resto de los países de la zona del euro, salvo Grecia. En los plazos más cortos de la curva de rendimientos, un número elevado de países de la zona continuaron registrando rendimientos negativos, y en algunos casos se redujeron aún más, lo que llevó a un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos de la deuda soberana en esos países.

Entre principios de junio y mediados de julio, los tipos *forward* del eonia aumentaron para los vencimientos a más de seis años. Durante ese período, el eonia se situó en –12 puntos básicos, en promedio, y se mantuvo dentro de una banda estrecha en torno a ese valor. Para los vencimientos inferiores a seis años, los tipos *forward* del eonia volvieron a reducirse durante el período de referencia, pero se incrementaron en todos los plazos, 11 puntos básicos en el caso de los vencimientos a diez años, de modo que la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó (véase gráfico 4). Aunque el eonia se mantuvo estable entre el 5 de junio y el 15 de julio, el exceso de liquidez se elevó de 115 mm de euros a 429 mm de euros. Este aumento se debió a las adquisiciones efectuadas en el contexto del programa ampliado de compra de activos, así como a la adjudicación

de 74 mm de euros en la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) el 18 de junio, ligeramente por encima de las expectativas de los mercados. Al final del segundo trimestre, el 30 de junio de 2015, el eonia se incrementó 6 puntos básicos, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez al final del trimestre. Este incremento fue equivalente solo a la mitad del registrado al final del trimestre anterior, y refleja el aumento del exceso de liquidez observado desde entonces.

Entre el 5 de junio y el 15 de julio, los mercados de renta variable europeos registraron subidas, en general, y el índice Euro Stoxx amplio avanzó casi un 3 %. La tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se concentró principalmente entre el 5 y el 26 de junio. En ese período, el índice Euro Stoxx se incrementó alrededor del 3 %, mientras que las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, experimentó un alza de algo más de 0,5 puntos porcentuales. En este período, los incrementos observados en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro fueron mayores en el sector financiero que en la industria. Por el contrario, fundamentalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno al resultado del referéndum en Grecia, los precios de las acciones descendieron considerablemente en la zona del euro a finales de junio y en la primera semana de julio, aproximadamente el 8,5 % y el 7 %, en los sectores financiero y no financiero, respectivamente. En ese mismo período, las cotizaciones también retrocedieron en Estados Unidos, aunque mucho menos, aproximadamente el 1 % en ambos sectores. Las caídas de los precios de las acciones en ese período fueron acompañadas de un aumento de la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los índices bursátiles, de unos 6 puntos porcentuales en las dos áreas económicas. Las tensiones disminuyeron tras el referéndum de Grecia, lo que hizo que la volatilidad implícita de los mercados de renta variable cayera hasta situarse por debajo de los niveles de principios de junio en las dos áreas económicas, y los índices bursátiles retrocedieron hasta los máximos relativos registrados a finales de junio.

El euro se depreció en términos efectivos como consecuencia de los acontecimientos en Grecia y del consiguiente aumento de la incertidumbre.

Tras un período de fortalecimiento generalizado entre mediados de abril y principios de junio, el tipo de cambio del euro se mantuvo prácticamente estable hasta finales de junio. Posteriormente, la moneda única se depreció en términos efectivos, en un contexto de aumento de la incertidumbre provocado por los acontecimientos en Grecia. En total, ponderado por el comercio, el tipo de cambio del euro se depreció un 1,5 % entre el 5 de junio y el 15 de julio. En términos bilaterales, la moneda única retrocedió un 1,9 % frente al dólar estadounidense en ese mismo período, y también se depreció frente a la libra esterlina, el yen japonés, el franco suizo y las monedas de economías emergentes. En cambio, el euro se apreció frente a la mayor parte de las monedas de los países de Europa Central y Oriental, así como frente a las monedas de países exportadores de materias primas. En vista del aumento de la incertidumbre y de la preocupación acerca del fortalecimiento de la corona sueca, a principios de julio, el Sveriges Riksbank decidió tomar nuevas medidas de relajación de la política monetaria.

3 Actividad económica

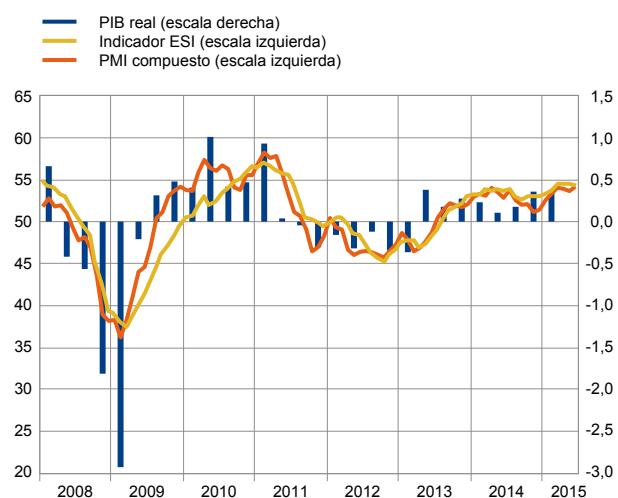
La recuperación de la zona del euro sigue por buen camino. Los datos más recientes muestran que el PIB real se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico 5).

La demanda interna continuó siendo el principal factor impulsor del avance del producto. Aunque el crecimiento se ha visto respaldado principalmente por el consumo privado en los últimos trimestres, actualmente se observan algunas señales alentadoras de que la inversión privada también se está recuperando. Al mismo tiempo, la evolución de las existencias representó una pequeña contribución positiva al crecimiento en el primer trimestre, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa, ya que el crecimiento de las importaciones superó al de las exportaciones. En el primer trimestre de este año, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situó un 2,1 % por encima del mínimo del primer trimestre de 2013, pero un 1,5 % por debajo del mínimo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008.

Gráfico 5

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

(tasa de crecimiento intertrimestral; índice; índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI) está normalizado con la media y la desviación típica del índice de directores de compras (PMI). Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2015 para el PIB real y a junio de 2015 para el ESI y el PMI.

en términos intermensuales, en mayo de 2015. En consecuencia, en los dos primeros meses del segundo trimestre, la producción se situó un 0,2 % por debajo del nivel medio del primer trimestre. Sin embargo, en abril, la producción de la construcción se situó un 0,2 % por encima del nivel registrado en el primer trimestre. Además, la evolución reciente de la producción de bienes de equipo apunta a un nuevo incremento de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre, mientras que la evolución del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles es acorde con el sostenido y pronunciado aumento del consumo privado. Al mismo tiempo, los datos de comercio correspondientes a abril apuntan a la continuación del crecimiento de las exportaciones, aunque a un ritmo más moderado si se compara con meses anteriores. Aunque la contribución de las economías emergentes al crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro ha disminuido, las exportaciones de la zona se están viendo respaldadas actualmente por la vigorosa demanda de Estados Unidos y de otras economías avanzadas (véase recuadro 3). En general, esta evolución es acorde con las expectativas de generalización de la recuperación en el próximo período.

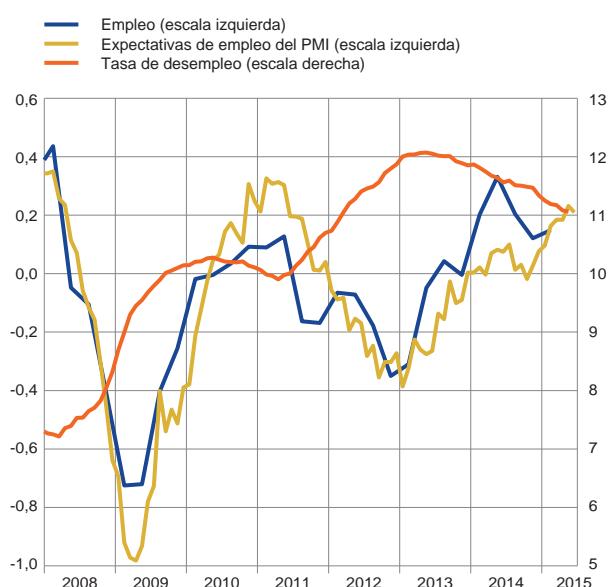
Indicadores de opinión más recientes, que cubren todo el segundo trimestre, confirman que las tasas de crecimiento interanual básicamente no se

modificaron en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción y el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea mejoraron en el segundo trimestre de este año (véase gráfico 5). En junio, ambos indicadores se situaron por encima de sus respectivas medias de largo plazo (véase recuadro 2). Además, según la última encuesta sobre préstamos bancarios, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas continuaron relajándose en el segundo trimestre de 2015, aunque a un ritmo más lento, respaldando con ello la recuperación del crecimiento de los préstamos y de las actividades de inversión. Los datos procedentes de encuestas sobre la evolución de las exportaciones, disponibles hasta junio, son acordes con los datos cualitativos sobre comercio, e indican un crecimiento sostenido de las exportaciones en el segundo trimestre. Con todo, el ligero descenso observado en los resultados del índice PMI de nuevos pedidos exteriores apunta a una evolución más moderada de las exportaciones en el próximo período.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y BCE.

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

Los mercados de trabajo están mejorando

gradualmente. El empleo volvió a aumentar un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico 6). En consecuencia, el empleo se situó un 0,8% por encima del nivel registrado un año antes, constituyendo el mayor incremento interanual observado desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, se redujo de nuevo en el segundo trimestre de 2015 y se situó en el 11,1% en mayo. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas apuntan a que los mercados de trabajo mejorarán a un ritmo algo más rápido en el próximo período.

Si se considera más allá del corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo debería respaldar el crecimiento económico, en particular la demanda interna, a través de aumentos de la renta real disponible de los hogares y de los beneficios empresariales. La demanda interna debería verse también favorecida por las medidas de política monetaria del BCE y por su impacto favorable en

las condiciones de financiación, así como por los progresos logrados en el ámbito de la consolidación fiscal y las reformas estructurales. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación mundial y de las mejoras en la competitividad-precio. No obstante, la desaceleración que actualmente están experimentando las economías emergentes sigue lastrando las perspectivas mundiales, mientras que es probable que el crecimiento económico de la zona del euro siga viéndose frenado por los ajustes de los balances necesarios en algunos sectores y por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>) muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior. Al mismo tiempo, las expectativas relativas al desempleo se han revisado ligeramente a la baja.

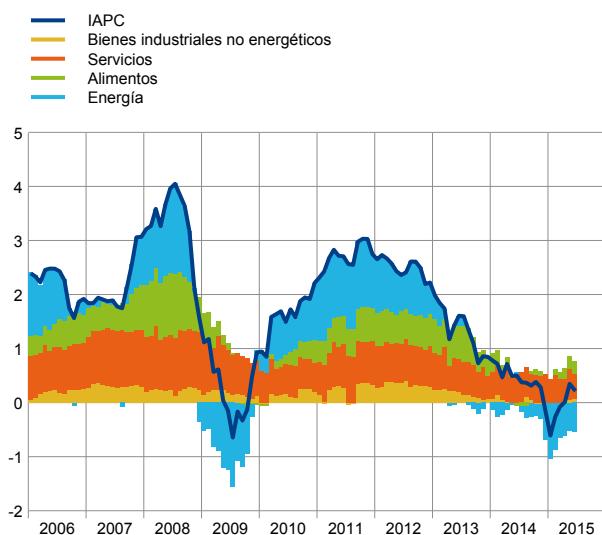
4 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se ha estabilizado en niveles positivos y bajos. Según Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se redujo ligeramente, hasta el 0,2%, en junio de 2015, frente al 0,3% de

mayo (véase gráfico 7), debido fundamentalmente a efectos de calendario de carácter temporal en el componente de servicios, que impulsaron la inflación al alza en mayo y la comprimieron en junio. Esta evolución se refleja asimismo en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que retrocedió ligeramente, hasta el 0,8%, en junio, desde el 0,9% de mayo.

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

(tasa de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Sin embargo, cuando desaparezcan estos efectos retardados, la transmisión de la depreciación del euro desde mayo de 2014 a los precios de consumo de los bienes no energéticos debería proporcionar una base más sólida para la recuperación de la inflación subyacente.

La transmisión de la depreciación del euro a los precios de consumo se confirma con el fuerte crecimiento de los precios de importación, aunque las presiones latentes internas sobre los precios continúan siendo débiles. Mientras que el crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y de los bienes intermedios fue relativamente acusado en mayo, con tasas del 4,8% y del 3%, respectivamente, los precios industriales de las ventas interiores todavía disminuían. La caída que registraron los precios del petróleo y de

las materias primas no energéticas en junio sugiere que habrá nuevas presiones a la baja sobre los precios industriales en los sectores de bienes intermedios en los próximos meses. En las últimas fases de la cadena de producción y de precios, los precios industriales todavía no habían repuntado en mayo, situándose la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio en el 0,0% y la de los precios de consumo de los alimentos, en el -1,4%. En cambio, los indicadores de opinión apuntan a algunas presiones inflacionistas latentes al final de la cadena de precios. Según los datos procedentes de la encuesta PMI a los directores de compras, los precios de los bienes intermedios del sector minorista no alimentario se incrementaron por cuarto mes consecutivo.

Los últimos datos sobre costes laborales y márgenes sugieren que las presiones inflacionistas internas se han estabilizado por el momento. El crecimiento interanual de los salarios en la zona del euro registró un aumento entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015, pasando del 1,3% al 1,5%, en términos de remuneración por asalariado, y del 1,1% al 1,6%, en términos de horas trabajadas. Por tanto, se produjo una convergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el crecimiento de los salarios negociados, lo que implica que el impacto de los componentes de la deriva salarial, como las primas, fue escaso. La información sectorial muestra que el incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue atribuible a una mayor contribución del sector servicios, que compensó con creces la menor aportación del sector industrial. Dado que la productividad avanzó a un ritmo más intenso que la remuneración por asalariado, el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2015. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) cobró fuerza, reflejo del impacto de la continua mejora del crecimiento del PIB real y de la recuperación de la tasa de crecimiento de los beneficios por unidad de producto (una medida del margen). Como consecuencia de la evolución de los costes laborales y de los márgenes, el crecimiento interanual del deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— aumentó levemente en el primer trimestre de 2015.

Sobre la base de la información disponible y los precios de los futuros del petróleo vigentes, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC continúe siendo reducida en los próximos meses y aumente solo a finales de año, debido, entre otros factores, a efectos de base asociados a la caída que experimentaron los precios del petróleo a finales de 2014. Se espera que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, el impacto de la depreciación del tipo de cambio del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años.

Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro son acordes con el objetivo del BCE de estabilidad de precios. Los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2015 (la más

Gráfico 8

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 14 de julio de 2015.

recente) implican que los expertos han revisado al alza sus expectativas de inflación a corto plazo para 2015 y 2016, incrementándolas en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,2 % y el 1,3 %, respectivamente, pero han mantenido sin variación sus expectativas para 2017, en el 1,6 % (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Las expectativas de inflación a más largo plazo, a cinco años vista, volvieron a subir, situándose en el 1,9 %. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación, medidas por los tipos *swap* de inflación, habían aumentado inicialmente en junio para los plazos a entre dos y diez años vista (véase gráfico 8). Sin embargo, a finales de junio y en la primera mitad de julio, disminuyeron por debajo de los valores registrados desde principios de junio. Entre tanto, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,82 % a mediados de julio, 5 puntos básicos por encima del nivel de comienzos de junio.

5 Dinero y crédito

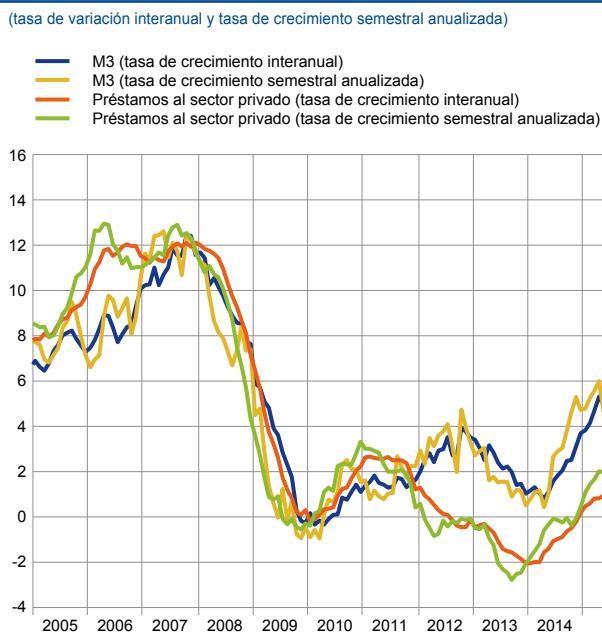
El crecimiento monetario continúa siendo sólido. Después de registrar un acusado aumento del 5,3 % en abril, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5 % en mayo (véase gráfico 9). El crecimiento de M3 sigue estando impulsado por la vigorosa evolución de M1, cuya tasa de crecimiento interanual repuntó de nuevo en mayo, hasta situarse en el 11,2 %, en comparación con el 10,5 % de abril. El robusto crecimiento de los depósitos a la vista puede explicarse por los reducidos costes de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos. En general, el sólido crecimiento interanual de M1 es acorde con la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 fue considerable. La remuneración generalmente baja de los activos monetarios y una curva de rendimientos plana están animando a los sectores tenedores de dinero a colocar sus fondos en depósitos a la vista dentro de M3. En cambio, como muestran datos recientes, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista están disminuyendo. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, continuó siendo positiva y se situó en el 5 %. Esto refleja la recuperación de los flujos de participaciones en fondos del mercado monetario que lleva observándose desde mediados de 2014 y que ha coincidido con una mejora de su rentabilidad en comparación con otros activos a corto plazo con características similares (véase recuadro 5). Además, el crecimiento de los valores representativos de deuda hasta

dos años emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y mantenidos por el sector tenedor de dinero se ha acelerado desde principios de 2015.

Los cambios de composición de las carteras están impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio. El análisis de las contrapartidas de M3 muestra que su evolución ha estado determinada, fundamentalmente, por el 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 siguieron siendo positivos. Por otra parte, la contribución al crecimiento de M3 del crédito otorgado al sector privado fue positiva, después de haber sido el principal lastre para el crecimiento monetario en años anteriores. La contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero cobró nuevo impulso y se situó en el $-6,8\%$ en mayo (en comparación con el $-5,7\%$ del primer trimestre de 2015). Su considerable contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil plano de la curva de rendimientos y, en parte, la sustitución por parte de las IFM de valores representativos de deuda a más largo plazo por los fondos obtenidos en las TLTRO. El respaldo al crecimiento interanual de M3 procedente de los activos exteriores netos ha seguido disminuyendo. En comparación con el máximo de mediados de 2014, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo de nuevo en mayo, aunque continúa siendo positiva, sustentada en el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción refleja fundamentalmente las crecientes salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro, como consecuencia de las adquisiciones efectuadas en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), que ha favorecido las reestructuraciones de cartera hacia instrumentos de inversión de fuera de la zona del euro.

Gráfico 9
M3 y préstamos al sector privado

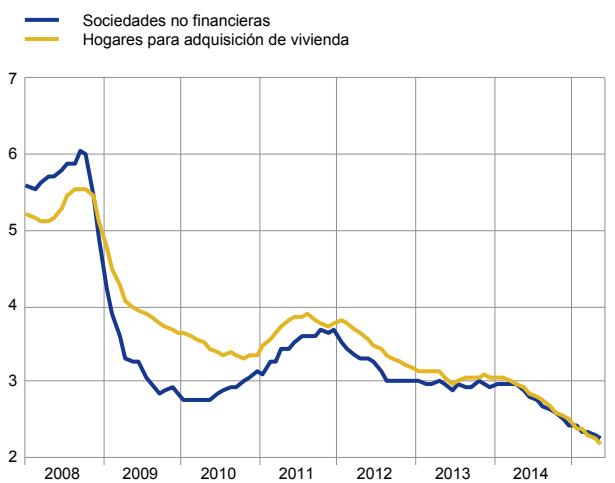


La dinámica crediticia ha mejorado, aunque se mantiene débil, en particular en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó ligeramente en mayo y se situó en el 1% (véase gráfico 9). La mejora gradual del crédito fue perceptible tanto para los hogares como para las empresas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó levemente en mayo, hasta el $1,4\%$, superando así la tasa media del $0,5\%$ observada desde el verano de 2012. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustado de ventas y titulizaciones) por las IFM se elevó de nuevo, situándose en el $0,1\%$ en mayo (frente al mínimo del $-3,2\%$ de febrero de 2014). Pese a estas tendencias positivas, el saneamiento de los balances de las

entidades de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía frenan el crecimiento del crédito.

Gráfico 10

Tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (porcentajes)



Fuente: BCE.

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

Los tipos de interés del crédito bancario descendieron de nuevo, pese a la corrección registrada en los mercados de renta fija en mayo (véase gráfico 10). La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, unos balances reforzados y una menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a la reducción de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a mínimos históricos. Por ejemplo, el coste de la financiación mediante depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se situó en el 0,48 % en mayo. El recurso a la financiación en los mercados se moderó ese mes. La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las IFM siguió siendo negativa, mientras que la actual contracción de los balances y el fortalecimiento de la base de capital de las entidades de crédito, así como las TLTR, están reduciendo la necesidad de que las entidades recurran a la financiación mediante la

emisión de estos valores. Desde que se anunciara el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos al crédito bancario. Los tipos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguieron descendiendo en mayo (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron hasta el 2,24 %, frente al 2,79 % de junio de 2014). Además, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una disminución en mayo (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 2,18 %, en comparación con el 2,87 % de junio de 2014). El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente en mayo, después de estabilizarse en niveles históricamente bajos. Tanto el coste de las acciones como el coste de la financiación mediante deuda se incrementaron en mayo y junio, en este último caso a raíz del ajuste de los precios en el mercado de deuda pública (véase sección 2).

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2015 señala nuevas mejoras en las condiciones de los préstamos y créditos (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de

aprobación de todas las categorías de préstamos (a las sociedades no financieras y a los hogares en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito al consumo) en el segundo trimestre de 2015. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, los criterios de aprobación siguen siendo restrictivos. La relajación neta en el caso de las sociedades no financieras estuvo impulsada por el aumento de las presiones de la competencia entre entidades de crédito, así como por la disminución del coste de la financiación bancaria y la mejora de la situación de los balances de las IFM. Además, la encuesta apunta a una recuperación de la demanda de todas las categorías de préstamo. En este contexto, el bajo nivel general de los tipos de interés fue un importante factor impulsor de la demanda de préstamos, aunque la inversión en capital fijo también contribuyó al aumento de la demanda de préstamos a las sociedades no financieras.

