

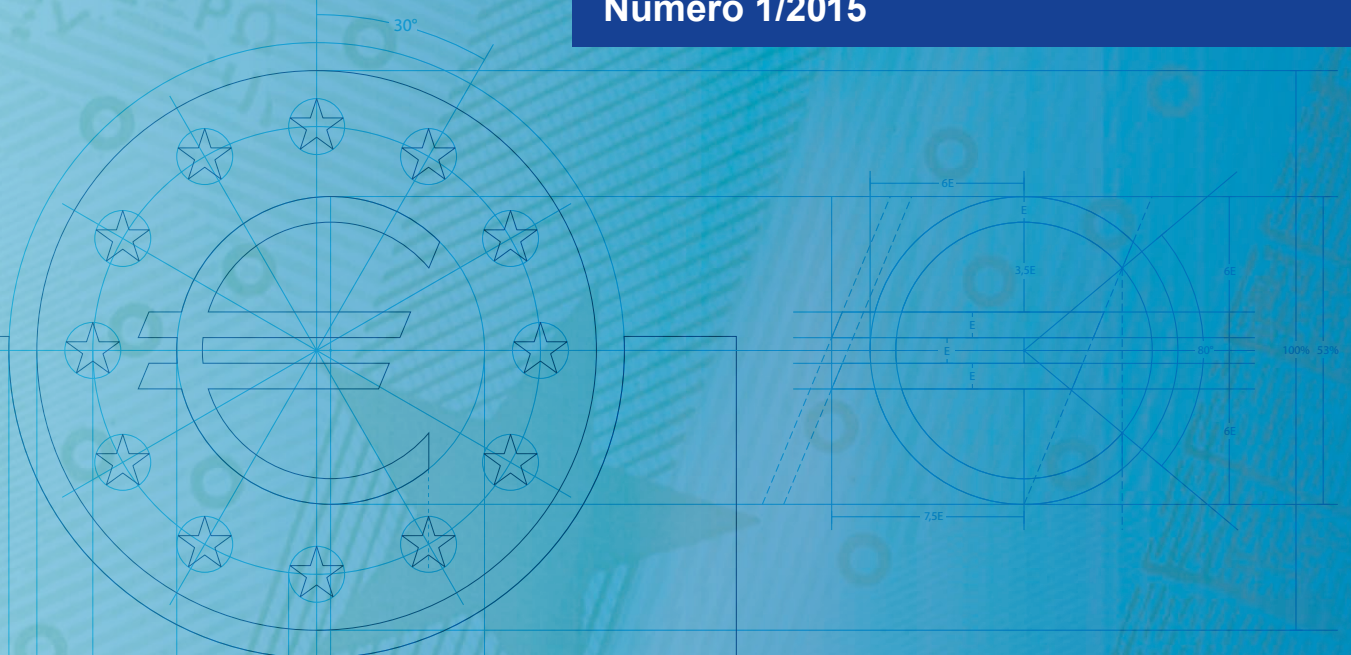


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1/2015



# INFORMACIÓN ACTUALIZADA SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## RESUMEN



La reciente caída de los precios del petróleo está respaldando la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, la recuperación sigue siendo gradual, y la evolución económica varía de una región a otra. El crecimiento en Estados Unidos continúa siendo sólido, el impulso económico se está desacelerando en China y, en Japón, la actividad aún no ha recuperado el ritmo. En Rusia, las condiciones económicas han seguido deteriorándose, pero el contagio a otras regiones emergentes continúa siendo limitado hasta la fecha. El comercio mundial muestra signos de fortalecimiento. El descenso de los precios de la energía ha reducido las tasas de inflación a escala mundial.

En los mercados financieros de la zona del euro, los tipos a corto plazo del mercado monetario han seguido descendiendo, en un entorno de aumento del exceso de liquidez, alcanzando temporalmente nuevos mínimos históricos. Los tipos de interés a largo plazo también se situaron en nuevos mínimos históricos, reflejando la débil dinámica de crecimiento y la baja inflación, así como las expectativas de los mercados en relación con las compras de deuda soberana por parte del Eurosistema. Al mismo tiempo, las cotizaciones en la zona del euro han aumentado. El tipo de cambio del euro se ha seguido depreciando, tanto en términos efectivos nominales como frente al dólar estadounidense.

En general, los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen siendo compatibles con una moderada expansión económica en la zona del euro en el corto plazo, mientras que la reciente caída de los precios del petróleo debería sostener el crecimiento en el largo plazo. Mientras tanto, aunque los mercados de trabajo han mostrado ciertas señales adicionales de mejora, el desempleo sigue siendo elevado y se prevé que la capacidad productiva sin utilizar solo disminuya gradualmente.

La inflación de la zona del euro medida por el IAPC se redujo considerablemente en diciembre, hasta situarse en el  $-0,2\%$ . Sobre la base de la información disponible actualmente, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen siendo débiles y es probable que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles muy reducidos o negativos en los próximos meses. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la recuperación en curso y del supuesto incorporado en los mercados de futuros de un aumento progresivo de los precios del petróleo en un futuro próximo, se espera que las tasas de inflación se eleven gradualmente más adelante en 2015, así como en 2016.

El análisis monetario indica que el crecimiento interanual de M3 siguió recuperándose en noviembre. El descenso de los préstamos a las sociedades no financieras ha continuado moderándose, mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en un nivel ligeramente positivo. Estos hechos se han visto favorecidos por una reducción considerable y generalizada de los tipos de interés de los préstamos y créditos desde el verano de 2014. Pese a la mejora de las condiciones de concesión de préstamos, indicada en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015, los criterios de aprobación todavía siguen siendo relativamente restrictivos. Las medidas de política monetaria del BCE deberían favorecer una nueva mejora de los flujos de crédito.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión de 22 de enero de 2015, revisó exhaustivamente la valoración de las perspectivas de evolución de los precios y del estímulo monetario logrado hasta entonces. Como resultado, el Consejo de Gobierno decidió:

- En primer lugar, iniciar un programa ampliado de compras de activos, que comprende los programas actuales de compras de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos, así como compras de valores con grado de inversión denominados en euros emitidos por Gobiernos y agencias de la zona del euro y por instituciones europeas en el mercado secundario. (Para más información véase el recuadro 1).

- En segundo lugar, modificar el tipo de interés aplicable a las seis operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) restantes, eliminando el diferencial de 10 puntos básicos respecto del tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema que se aplicó a las dos primeras TLTRO.
- En tercer lugar, en consonancia con las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE.

## I ENTORNO EXTERIOR

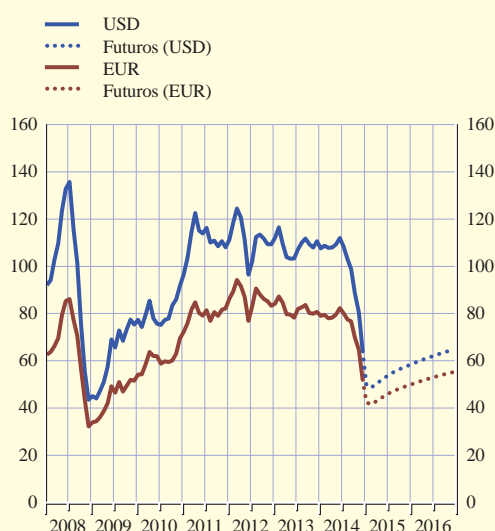
**La reciente caída de los precios del petróleo está respaldando la recuperación de la economía mundial.** En respuesta a un mercado del petróleo bien abastecido, los precios del Brent siguieron desplomándose en diciembre y enero (véase gráfico 1) y el 21 de enero de 2015 se situaban aproximadamente un 31 % por debajo de los niveles de comienzos de diciembre (en dólares estadounidenses). Según indica la curva de futuros, los mercados solo han anticipado un incremento gradual de los precios del crudo para los próximos años. Dado que unos precios del petróleo más bajos dan lugar a una redistribución de la renta de los productores netos de petróleo a los consumidores netos, esta evolución favorece la demanda mundial en la medida en que los países que son consumidores netos de petróleo suelen mostrar una mayor propensión al gasto.

**Pese al respaldo de unos precios del petróleo más bajos, la recuperación económica mundial continúa siendo gradual y las encuestas apuntan a una cierta desaceleración del ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre de 2014.** El índice PMI compuesto de producción, excluida la zona del euro, descendió ligeramente en diciembre, hasta situarse por debajo tanto de su media histórica de largo plazo como de la cifra registrada en el tercer trimestre (véase gráfico 2).

**El comercio mundial continúa mostrando señales de fortalecimiento.** Las importaciones mundiales de mercancías en términos reales, excluida la zona del euro, aumentaron un 3,4 % en tasa intertrimestral en octubre, superando aún más su media de largo plazo. Sin embargo, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se moderó en el último trimestre de 2014.

Gráfico 1 Precios del Brent y de los futuros

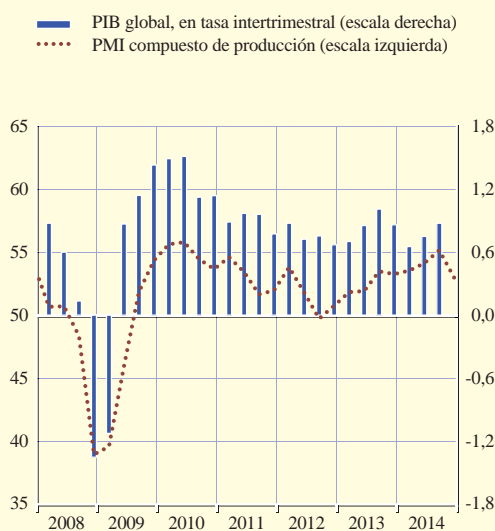
(USD o EUR por barril)



Fuentes: Bloomberg y expertos del BCE.  
Nota: La curva de futuros es de fecha 21 de enero de 2015.

Gráfico 2 Índice PMI compuesto de producción y PIB global

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



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

**La caída de los precios de la energía está dando lugar a un descenso de la inflación mundial.** Como resultado, la tasa de variación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE siguió reduciéndose, hasta situarse en el 1,5 % en noviembre. El descenso de la inflación fue generalizado en las economías más grandes, salvo en Rusia, donde se registró un significativo incremento. La inflación interanual en la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, cayó de nuevo, situándose en el 1,7 % en noviembre. En vista de la continua debilidad de los precios de las materias primas, se prevé que persistan las notables presiones a la baja sobre la inflación mundial.

**La actividad en Estados Unidos fue más sólida de lo previsto y los indicadores apuntan a un crecimiento robusto en el corto plazo.** Según la tercera estimación, el crecimiento del PIB real aumentó un 1,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, la tasa más elevada registrada en casi una década. Los datos recientes siguen siendo muy positivos, lo que sugiere que solo se produciría una ligera moderación del crecimiento en el último trimestre del año. En conjunto, se prevé que los beneficios extraordinarios que la caída de los precios del petróleo ha supuesto para la renta de los consumidores compensen con creces el impacto negativo del fortalecimiento adicional que ha experimentado el dólar estadounidense desde diciembre, lo que daría un impulso positivo a las perspectivas generales del país. Al mismo tiempo, se espera que el descenso de los precios del petróleo se traduzca en una menor inflación medida por el IPC en el corto plazo, que se vería reforzada por las presiones a la baja derivadas de la apreciación del dólar. Esto ya había quedado reflejado en una caída de la inflación interanual medida por el IPC, desde 1,7 % que se venía registrando desde agosto hasta el 0,8 % de diciembre.

**Dado que la economía japonesa no logró recobrar un ritmo sostenido tras la subida del IVA de abril, el Gobierno anunció nuevas medidas de estímulo fiscal.** Los datos de la segunda estimación confirmaron el retroceso del PIB real japonés en un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una vuelta a un crecimiento positivo, aunque poco dinámico, en el cuarto trimestre. A finales de 2014, el Gobierno anunció un paquete de medidas de estímulo y una reducción del tipo efectivo del impuesto de sociedades para favorecer el crecimiento. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de consumo siguió descendiendo, hasta situarse en el 2,4 % en noviembre, como consecuencia, en gran medida, de los menores precios de la energía.

**En el Reino Unido, los indicadores de corto plazo apuntan a una desaceleración de la actividad económica, mientras que la inflación se ha reducido hasta niveles muy bajos.** Si bien el aumento de la renta real disponible derivada de la caída de los precios de la energía favorecerá notablemente la actividad, los indicadores de opinión apuntan a una desaceleración a corto plazo del ritmo de la expansión. La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo, hasta el 0,5 % en diciembre de 2014, debido al descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo prácticamente estable en torno al 1,3 %.

**La dinámica de crecimiento en China se ha ralentizado y la inflación continúa siendo reducida.** El crecimiento intertrimestral del PIB disminuyó hasta el 1,5 % en el último trimestre de 2014, en un contexto de debilidad del mercado inmobiliario y de las industrias pesadas. Considerado desde una perspectiva de más largo plazo, el crecimiento de la economía china continúa su trayectoria de desaceleración gradual (véase recuadro 2), aunque la reciente caída de los precios del petróleo podría proporcionar cierto respaldo temporal. La tasa de variación interanual de los precios de consumo, que se situó en el 1,5 % en diciembre, fluctúa en torno a los mínimos de los dos últimos años y medio y se prevé que se reduzca aún más, como consecuencia tanto de la desaceleración de la demanda como de la actual debilidad de los precios de las materias primas.

**Aunque la situación económica experimentó un acusado deterioro en Rusia, los efectos de contagio a otras economías emergentes siguen siendo limitados hasta ahora.** Con la aceleración de la caída de los precios del crudo observada en diciembre, las tensiones en los mercados financieros y de divisas rusos se intensificaron, obligando a tomar medidas de política contundentes. En su reunión habitual celebrada el 11 de diciembre de 2014 el banco central ruso incrementó el tipo de interés oficial 100 puntos básicos y el 15 de diciembre de 2014 lo volvió a aumentar otros 650 puntos básicos, hasta situarlo en el 17%. Las repercusiones en otras economías emergentes han sido comparativamente limitadas. No obstante, se observan algunas señales de deterioro en los indicadores de los mercados financieros de los países de la Comunidad de Estados Independientes y de Europa Central y Oriental que mantienen estrechos lazos comerciales con Rusia.

## 2 EVOLUCIÓN FINANCIERA<sup>1</sup>

**Los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario continuaron descendiendo, en un entorno de aumento del exceso de liquidez, y registraron brevemente nuevos mínimos históricos.** Esta evolución se produjo tras la liquidación de la operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) en diciembre de 2014 —la segunda de la serie—, por importe de 129,8 mm de euros, frente a los 82,6 mm de euros liquidados en la primera TLTRO ejecutada en septiembre de 2014. La inyección neta de liquidez de la segunda TLTRO ascendió a 95 mm de euros, lo que contribuyó a incrementar significativamente el exceso de liquidez. El eonia cayó desde un nivel medio de unos -2 puntos básicos en la primera semana del duodécimo período de mantenimiento hasta un nivel medio de alrededor de -5 puntos básicos en las cuatro semanas restantes (alcanzando un nuevo mínimo histórico de -8,5 puntos básicos el 24 de diciembre), en un contexto de mayor exceso de liquidez. El eonia se situó en -6,8 puntos básicos el 21 de enero de 2015 (véase gráfico 3).

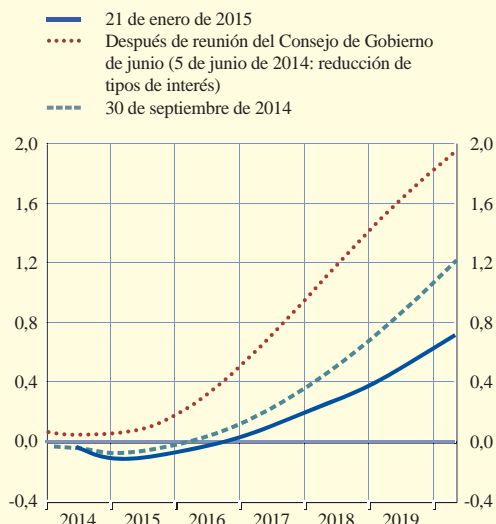
**Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro también alcanzaron nuevos mínimos históricos en un entorno de débiles perspectivas económicas y de inflación.** Un indicador sintético del rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro mostró que este disminuyó desde el 0,84% el 4 de diciembre de 2014 hasta un nuevo mínimo histórico del 0,48% el 16 de enero de 2015 (véase gráfico 4). Al final del período analizado se situó en el 0,54%. El descenso de los rendimientos a largo plazo fue reflejo de las expectativas de los mercados de un nuevo debilitamiento de la inflación en un entorno de frágil crecimiento, así como de un aumento de las expectativas en los mercados de compras de deuda soberana por parte del BCE. El rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense a diez años (véase gráfico 4) registró una contracción similar a la del rendimiento en la zona del euro, lo que sugiere que factores de carácter global pueden haber contribuido a la disminución del indicador sintético del rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro. Los diferenciales entre la deuda soberana alemana y la de otros países de la zona del euro se mantuvieron relativamente estables, aunque, en Grecia, la incertidumbre política provocó un incremento del diferencial de más de 200 puntos básicos.

**En la zona del euro, las cotizaciones aumentaron en la última parte del período analizado.** El índice EURO STOXX amplió subió un 3,1% en el período considerado en su conjunto. El predominio de factores moderadores, como la débil dinámica de crecimiento y la incertidumbre política en Grecia, se suavizó en la semana de la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno, en un entorno de expectativas

<sup>1</sup> El período analizado está comprendido entre el 4 de diciembre de 2014 y el 21 de enero de 2015.

**Gráfico 3 Expectativas del eonia basadas en la curva de rendimientos del swap del eonia**

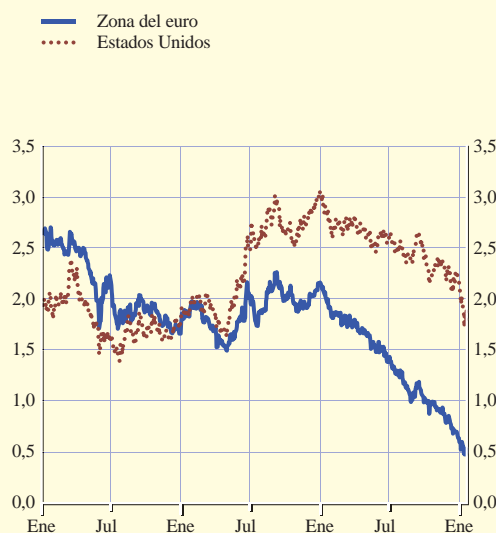
(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 4 Rendimiento de la deuda pública a diez años**

(en porcentaje)



Fuentes: EuroMTS, BCE y Bloomberg.

Nota: El rendimiento de la deuda de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluye bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

en los mercados de compras de deuda soberana por parte del BCE. La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, se intensificó y terminó el período analizado en niveles que se encuentran entre los más elevados de los dos últimos años. El mercado bursátil estadounidense se debilitó en el período considerado —el índice Standard & Poor's 500 cayó un 1,9%— y la volatilidad implícita se incrementó ligeramente.

**El euro continuó depreciándose en un entorno de expectativas de mayor divergencia de las políticas monetarias en la zona del euro y en otros países.** En conjunto, el euro se debilitó un 3,4%, en cifras ponderadas por el comercio, durante el período analizado. En la zona del euro, las débiles perspectivas de inflación y el descenso del rendimiento de los bonos de referencia, que reflejó, entre otras cosas, la mayor aversión al riesgo a nivel internacional, afectaron negativamente al tipo de cambio. El euro se depreció un 5,8% frente al dólar estadounidense, como consecuencia de la incertidumbre de los mercados en un entorno de caída de los precios del petróleo y de intensificación de las tensiones geopolíticas. El euro también continuó depreciándose —aunque a un ritmo más lento— frente a la libra esterlina, que alcanzó el máximo de los seis últimos años frente a la moneda única. El aumento de la volatilidad y el menor apetito por el riesgo favorecieron al yen japonés, haciendo que el euro perdiera casi un 8% frente a la moneda japonesa. Tras el anuncio del Swiss National Bank el 15 de enero de 2015 de que abandonaba el tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro, el euro se depreció significativamente frente a la moneda suiza, cotizando alrededor de la paridad desde entonces. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central dentro del MTC II, mientras que el Danmarks Nationalbank redujo los tipos de interés en dos ocasiones durante el período analizado. En cambio, el debilitamiento de las monedas de Europa Central y Oriental amortiguó la depreciación del euro en términos efectivos. El 1 de enero de 2015, Lituania adoptó el euro y se convirtió en el miembro número 19 de la zona del euro (véase el recuadro 3).

### 3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

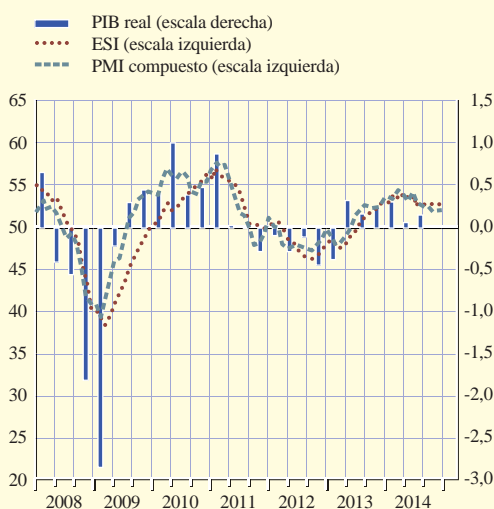
Tras seis trimestres de crecimiento positivo del producto, los indicadores cuantitativos más recientes siguen siendo acordes con la continuación de una expansión económica moderada en el cuarto trimestre de 2014. En octubre y noviembre, la producción industrial, excluida la construcción, se situó en promedio un 0,3 % por encima del nivel del tercer trimestre, cuando la producción se contrajo un 0,4 %. En el mismo período, la producción de la construcción se situó un 0,5 % por encima de la cifra del tercer trimestre, cuando también registró un descenso. La evolución reciente del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles está en consonancia con un crecimiento positivo sostenido del consumo privado en el cuarto trimestre, mientras que la producción de bienes de equipo apunta a una expansión moderada de la inversión en la zona del euro.

Las perspectivas de recuperación gradual también se ven confirmada por indicadores de opinión más puntuales. El índice PMI compuesto de producción de la zona del euro se redujo del tercer al cuarto trimestre, como consecuencia, principalmente, de un debilitamiento de la confianza de los servicios. Sin embargo, la media correspondiente al cuarto trimestre sigue siendo acorde con un crecimiento positivo moderado, que apunta a la continuación de la recuperación gradual en curso (véase gráfico 5). El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) también registró un retroceso durante el mismo período, aunque solo marginal. Al igual que en el PMI, la media correspondiente al cuarto trimestre del año sigue estando, sin embargo, en línea con la expansión del producto.

Los mercados de trabajo, aunque todavía débiles, han seguido mejorando ligeramente. El empleo aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, tras una subida del 0,3 % en el

**Gráfico 5 PIB real de la zona del euro, índice compuesto de directores de compra e indicador de sentimiento económico**

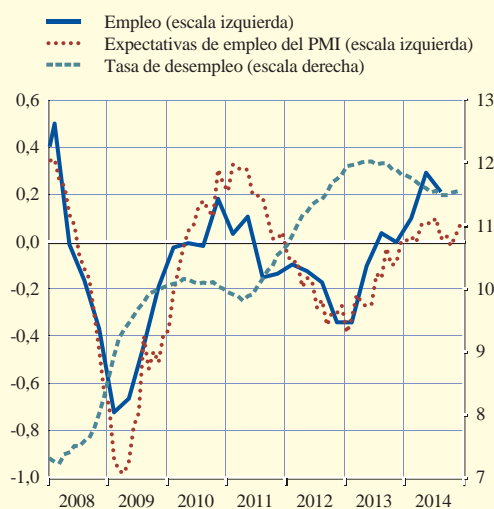
(tasa de crecimiento intertrimestral; índices)



Fuentes: Markit, DG-ECFIN, Eurostat 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) durante el período transcurrido desde enero de 2000. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2014 para el PIB y a diciembre de 2014 para el ESI y el PMI.

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

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



Fuentes: Eurostat y Markit.  
Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2014 para el empleo, noviembre de 2014 para el desempleo y diciembre de 2014 para el PMI.



trimestre anterior (véase gráfico 6). La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a disminuir a mediados de 2013, se mantuvo estable en el 11,5 % entre agosto y noviembre de 2014 (véase también el recuadro 4). La información más puntual obtenida a partir de los resultados de las encuestas apunta a un moderado fortalecimiento de los mercados de trabajo en el último trimestre de 2014.

**Si se considera más allá del corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo debería respaldar el crecimiento, especialmente de la demanda interna, a través de aumentos de la renta real disponible de los hogares y de los beneficios empresariales** (véase recuadro 5). La demanda interna debería verse favorecida también por las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, las actuales mejoras de las condiciones financieras y los avances logrados en materia de consolidación fiscal y reformas estructurales. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación mundial. Sin embargo, es probable que la recuperación de la zona del euro siga viéndose frenada por el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado para 2015 se revisaron a la baja con respecto a la encuesta anterior (0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,1 %), mientras que las correspondientes a 2016 se mantuvieron invariables en el 1,5 %. Al mismo tiempo, las expectativas de creación de empleo permanecieron sin cambios.

## 4 PRECIOS Y COSTES

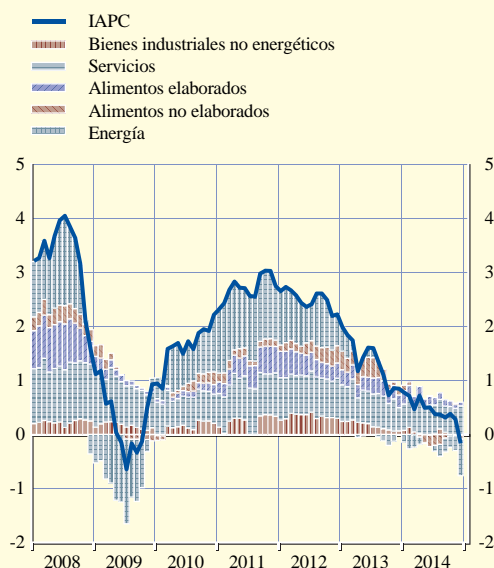
**La reciente caída de los precios del petróleo ha provocado importantes presiones a la baja sobre la inflación medida por el IAPC** (véase recuadro 5). La tasa de variación interanual del IAPC de la zona del euro fue del -0,2 % en diciembre de 2014, la primera tasa negativa registrada desde octubre de 2009, y un 0,3 % por debajo de la alcanzada en noviembre de 2014 (véase gráfico 7). En contraste con la inflación general, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continúa en una senda básicamente estable, manteniéndose en el 0,7 % de octubre a diciembre.

**La evolución de los precios en las etapas anteriores de la cadena de producción sigue apuntando a unas débiles perspectivas de inflación.** La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se estabilizó entre octubre y noviembre, hasta situarse en el -0,2 % en diciembre. El ritmo de crecimiento de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se redujo ligeramente en noviembre. Solo se ha observado un primer registro positivo desde noviembre de 2012 en la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios, lo que puede deberse, en parte, a la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Las presiones latentes sobre el componente de alimentos del IAPC se han mantenido contenidas en cada etapa de la cadena de precios. En noviembre, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo cayó ligeramente, mientras que los precios agrícolas en origen, expresados en euros, también eran bastante bajos.

**El crecimiento de los costes laborales sigue siendo moderado.** La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro cayó ligeramente, registrando un aumento del 1,3 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre, frente al 1,4 % del trimestre anterior (véase gráfico 8). Los datos sectoriales indican que la desaceleración del crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se debió principalmente a una disminución de las contribuciones procedentes de la industria y la construcción. La tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios de la zona del

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

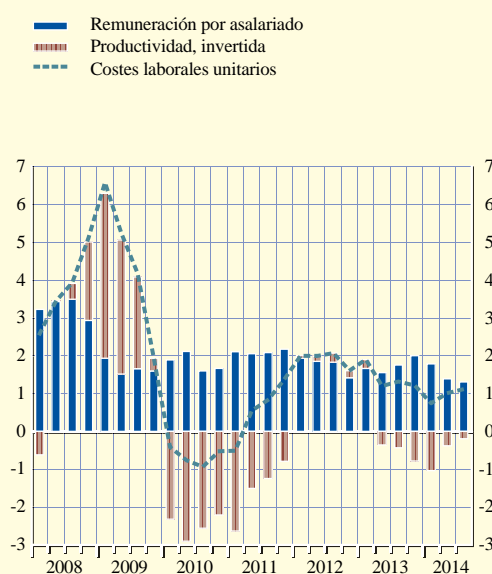
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2014.

**Gráfico 8 Remuneración por asalariado, productividad y costes laborales unitarios en la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2014.

euro fue marginalmente más elevada (un 1,1 % en el tercer trimestre de 2014), ya que la desaceleración de la remuneración por asalariado se vio compensada con creces por una ralentización del crecimiento de la productividad.

**Del mismo modo, los márgenes de beneficios siguen siendo reducidos.** El crecimiento de los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación) se mantuvo sin cambios en el 1 % en el tercer trimestre de 2014, en consonancia con la moderada recuperación del crecimiento económico. Esta falta de dinamismo es reflejo de las reducidas contribuciones del crecimiento del PIB real y del crecimiento de los beneficios por unidad de producto (medido por los márgenes de beneficios). Desde una perspectiva sectorial, se observa una débil evolución de los beneficios tanto en la industria como en los servicios de mercado. En el recuadro 6 se discute la evolución reciente de los beneficios con mayor detalle.

**Los indicadores de los mercados financieros sobre las expectativas de inflación a medio y largo plazo han mostrado señales de debilitamiento, mientras que los indicadores de opinión relativos a expectativas a más largo plazo se han mantenido más estables.** Los tipos *swap* de inflación a largo plazo y la tasa de inflación implícita de los bonos a cinco años dentro de cinco años se redujeron sustancialmente en diciembre y principios de enero de 2015, tras el acusado descenso de los precios del petróleo. Estos indicadores se sitúan actualmente en torno al 1,5 %-1,6 %, posiblemente como consecuencia, en cierta medida, de primas de riesgo de inflación negativas. Por el contrario, los indicadores de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente sin cambios. Según la encuesta a expertos en previsión económica del BCE (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2015, la expectativas medias de inflación para 2019 se situaron en torno al 1,8 % (véase la encuesta

en: [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport201501.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport201501.en.pdf)). Las expectativas de inflación a corto plazo basadas en los mercados y en las encuestas, medidas por los tipos *swap* de inflación, han seguido disminuyendo y apuntan a unas perspectivas de inflación muy débiles durante los próximos dos años.

**Sobre la base de la información actual y los precios de los futuros del petróleo vigentes, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles muy bajos o negativos en los próximos meses.** Respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la esperada recuperación de la demanda y el supuesto de un aumento paulatino de los precios del petróleo en los próximos meses, se prevé que las tasas de inflación suban gradualmente más adelante en 2015 y en 2016. Los resultados de la última EPE sugieren unas expectativas medias de inflación del 0,3 %, el 1,1 % y el 1,5 % para 2015, 2016 y 2017, respectivamente. Las revisiones a la baja de 0,7 puntos porcentuales para 2015 y de 0,3 puntos porcentuales para 2016 reflejan, principalmente, la caída de los precios del petróleo.

## 5 DINERO Y CRÉDITO

**La evolución monetaria continúa en una senda de recuperación.** La tasa de crecimiento interanual de M3 repuntó hasta situarse en el 3,1 % en noviembre, frente al 2,5 % de octubre y el mínimo del 0,8 % registrado en abril (véase gráfico 9). La tasa de variación de los tres últimos meses fue del 5 % en términos anualizados. La recuperación del crecimiento de M3 fue generalizado en los distintos países y sectores, y reflejó entradas considerables de fondos en los depósitos a la vista de los hogares y las sociedades no financieras.

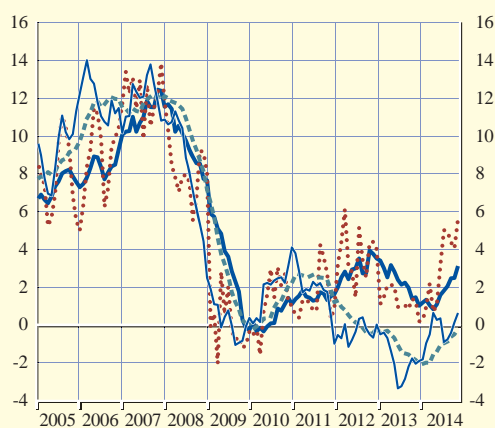
**En un entorno de tipos de interés muy reducidos, los inversores prosiguen la búsqueda de rentabilidad.** La baja remuneración de los activos monetarios anima a los sectores tenedores de dinero a preferir los depósitos a la vista en lugar de otros depósitos o instrumentos negociables incluidos en M3, si bien se observan señales de que la contracción de estos últimos está disminuyendo gradualmente. Aunque algunos inversores se han inclinado por activos de mayor riesgo no incluidos en M3 en detrimento de los depósitos menos líquidos que forman parte de este agregado monetario, otros se han alejado de los pasivos financieros a más largo plazo, contribuyendo así al crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que obran en poder del sector tenedor de dinero descendió de nuevo en noviembre. Además, los inversores internacionales volvieron a mostrar gran interés por los valores de la zona del euro. En los doce meses transcurridos hasta noviembre de 2014, los activos exteriores netos de las IFM se incrementaron en 315 mm de euros. Gran parte de esta cifra refleja las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona y los superávits por cuenta corriente.

**Los préstamos al sector privado continúan recuperándose gradualmente.** La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se situó en el -0,2 % en noviembre, frente al -0,5 % de octubre (véase gráfico 9). La mejora gradual de la dinámica del crédito fue evidente tanto en el caso de los hogares como en el de las empresas. La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) fue del -1,3 % en noviembre, en comparación con el -1,6 % de octubre y el mínimo del -3,2 % registrado en febrero. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares experimentó un leve aumento y se situó en el 0,7 % en noviembre, permaneciendo así ligeramente por encima de la media observada desde principios de 2013. Pese a estas tendencias positivas, la consolidación de los balances de las entidades

Gráfico 9 M3 y préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual y tasa de crecimiento intertrimestral anualizada)

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ..... M3 (tasa de crecimiento intertrimestral anualizada)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento interanual)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento intertrimestral anualizada)

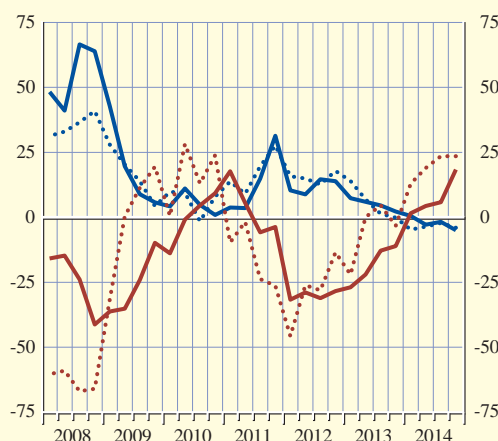


Fuente: BCE.

Gráfico 10 Criterios de aprobación del crédito y demanda neta de préstamos por parte de sociedades no financieras y de hogares para adquisición de vivienda

(porcentaje neto)

- Criterios de aprobación – Préstamos a sociedades no financieras
- ..... Criterios de aprobación – Préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Demanda – Préstamos a sociedades no financieras
- ..... Demanda – Préstamos a hogares para adquisición de vivienda



Fuente: BCE.

de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía frenan la evolución del crédito.

**Las reducciones de los tipos de interés del crédito bancario han sido considerables desde el verano de 2014.** El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó en el cuarto trimestre de 2014, tras haberse estabilizado en el otoño. El coste de la financiación mediante valores de renta fija siguió descendiendo en enero de 2015, mientras que el coste de las acciones se ha estabilizado. Estas caídas se debieron a la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, a la disminución de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a mínimos históricos, y a la mayor competencia entre entidades en relación con la concesión de préstamos. Los tipos de interés aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras volvieron a reducirse en noviembre, en particular en el caso de los préstamos a largo plazo (el indicador del coste de financiación de este sector en la zona del euro cayó hasta situarse en el 2,5% en noviembre, en comparación con el 2,8% de junio). Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también descendieron en noviembre (el indicador del coste de financiación de estos préstamos retrocedió hasta situarse en el 2,6%). Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvo básicamente estable, mientras que los rendimientos de los bonos bancarios experimentaron un ligero descenso. La emisión de valores representativos de deuda por parte de las IFM siguió siendo negativa, y la contracción de los balances y el fortalecimiento de la base de capital de las entidades de crédito en curso están reduciendo la necesidad de que las entidades recurran a la financiación mediante la emisión de estos valores.



**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015 señala mejoras en las condiciones de los préstamos y créditos, aunque los criterios de aprobación siguen siendo restrictivos desde una perspectiva histórica** (véase el informe en: [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls-survey\\_201501.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls-survey_201501.pdf)). Las entidades de crédito continuaron relajando los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares (en términos netos) en el cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 10). Esta evolución positiva estuvo impulsada por la mejora de los costes de financiación y de la situación de los balances, así como por el aumento de las presiones de la competencia. Por otra parte, se espera que el impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) en la oferta de préstamos se traduzca principalmente en una reducción de los márgenes aplicados. La encuesta apunta a una recuperación de la demanda de préstamos a las sociedades no financieras y del crédito al consumo, y a un aumento continuado de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 10). La demanda de préstamos de las empresas estuvo determinada básicamente por las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo.

**No obstante, el crecimiento total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continúa siendo relativamente débil si se considera en términos interanuales.** Según datos de las cuentas de la zona del euro más recientes, la emisión de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó en el tercer trimestre de 2014, pero junto con la intensa actividad de emisión de acciones, siguió siendo suficiente para compensar con creces el descenso de las amortizaciones netas de préstamos bancarios. Los datos sobre emisiones de valores en octubre y noviembre sugieren que los flujos continúan siendo positivos y confirman un mayor recurso gradual a la financiación externa por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro.



# PRECIOS DE LOS ALIMENTOS Y OTROS BIENES DE CONSUMO EN LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE UN CONJUNTO DE DATOS DESAGREGADOS

*En este artículo se analiza el funcionamiento del Mercado Único y los determinantes de las diferencias en los niveles de precios en la zona del euro, basándose en los principales resultados alcanzados por el grupo de economistas del SEBC establecido para investigar un conjunto único de datos desagregados sobre los precios de los alimentos y otros bienes de consumo en los distintos países de la zona del euro.*

*Los resultados muestran la presencia de importantes efectos «frontera», ya que los precios varían sustancialmente más entre países que dentro de un mismo país. En términos de los factores que determinan las diferencias en los niveles de precios entre los países, se encuentra evidencia sólida de segmentación de mercados. Se constata que, además de los hábitos de consumo, las características estructurales, específicamente la situación competitiva en los mercados minoristas y de productores, afectan a los precios y a la dispersión de precios. El análisis también arroja luz sobre otros aspectos relevantes para entender la dinámica de la inflación dentro de los países, así como entre ellos, como las posibles implicaciones para la medición de la inflación que se derivan de la aparición de nuevos productos y puntos de venta minoristas.*

*En general, el análisis muestra que la adopción de nuevas reformas que mejoren la entrada y la contestabilidad en los mercados de bienes y en el sector de la distribución contribuiría a la profundización del Mercado Único.*

## INTRODUCCIÓN Y ANTECEDENTES

**Este artículo se basa en un conjunto de datos disponibles recientemente relativo a los precios de los alimentos y otros bienes de consumo en la zona del euro, y es continuación del informe Eurosystem's Structural Issues Report (SIR) 2011 sobre las características estructurales del sector de la distribución y su impacto en los precios de la zona del euro<sup>1</sup>.** En ese informe se discute el papel del sector de la distribución, que actúa como enlace principal entre los productores de bienes de consumo y los consumidores. El objetivo del informe era analizar las características estructurales —especialmente el grado de competencia y los aspectos regulatorios— del sector de la distribución (mayorista y minorista) y su impacto en la evolución de precios de la zona del euro. Entre los principales resultados se encuentra el considerable grado de dispersión de precios en la zona del euro, con evidencia de un «efecto frontera» entre los países de la zona, es decir, los precios varían más entre países que dentro de un mismo país.

**Los resultados del SIR 2011 sugerían que existía un amplio margen para seguir mejorando el Mercado Único y que nuevos avances en la mejora de la competencia efectiva en el sector de la distribución podrían contribuir a estrechar los diferenciales de precios. Sin embargo, en ese informe**

<sup>1</sup> «Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, *Occasional Paper Series*, n° 128, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2011. Véase también el artículo titulado «Características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

**no pudieron abordarse totalmente varias cuestiones fundamentales por falta de datos adecuados.** En primer lugar, y en relación con el Mercado Único, aunque el resultado relativo a la existencia continuada de importantes «efectos frontera» parecía robusto, el análisis era indirecto. En segundo lugar, aunque se observó una cierta interacción entre la concentración del sector minorista y la dinámica de precios, no pudo analizarse el impacto de la concentración sobre los niveles de precios. Por último, si bien el informe pudo documentar la aparición de establecimientos de descuento y de marcas blancas (es decir, productos con marcas propias), no pudo proporcionar indicaciones sobre el posible impacto de estos cambios estructurales en la medición de la inflación.

**Este artículo utiliza un conjunto de datos propietarios de carácter desagregado sobre los precios de los alimentos y otros bienes de consumo<sup>2</sup> para investigar algunas de estas cuestiones fundamentales.**

En particular, el artículo trata de: a) comprender mejor las principales características estructurales de los precios de los alimentos y otros bienes de consumo en la zona del euro; b) examinar y cuantificar el grado de dispersión de precios y la magnitud de los «efectos frontera» en la zona del euro; c) investigar los factores, en especial el papel de la competencia, que determinan las diferencias en los niveles de precios entre los países; y d) proporcionar algunas indicaciones sobre el posible impacto de la evolución estructural del sector de la distribución en la medición de la inflación<sup>3</sup>. Tras describir el conjunto de datos, el artículo examina algunos de los posibles determinantes de las diferencias en los niveles de precios entre los países de la zona del euro. Asimismo, analiza el impacto potencial de la aparición de productos con marcas blancas y de los cambios estructurales en los tipos de establecimientos sobre la medición de la inflación medida por el IAPC. También se analiza la transmisión de las modificaciones del IVA a los precios de consumo.

**Los datos empleados en este artículo se componen de 3,5 millones de observaciones sobre el precio y la cantidad de los distintos productos vendidos durante el período 2009-2011, desagregadas en función de una serie de parámetros (entre otros, países, regiones, productos, marcas, tamaños del envase y tipos de establecimientos).** Los precios de los productos se aproximan por los valores unitarios (incluido el IVA), es decir, se calculan como el valor de las ventas totales en un período dado dividido por la cantidad del producto vendido, mientras que las cantidades se presentan en términos de número de envases vendidos y de unidades «equivalentes» de contenido vendido (por ejemplo, litro, kilo, etc.)<sup>4</sup>. La riqueza de los datos reside en su multidimensionalidad: incluyen 13 países de la zona del euro<sup>5</sup> —en los que se identifican 70 regiones y aproximadamente diez tipos de establecimientos—, así como 45 categorías de productos<sup>6</sup>, con detalles sobre cuatro marcas por categoría de producto, tres unidades de inventario por marca y datos sobre agregados de marcas blancas. El período muestral comprende fundamentalmente 2009-2011, abarcando el 98,6% de las observaciones mensuales el período de 37 meses transcurrido

2 Los datos propietarios los proporcionó Nielsen, una empresa internacional de medición e información de mercados.

3 Para aprovechar la experiencia de cada país, se reunió a un grupo de economistas del SEBC expertos en la materia para que analizaran el conjunto de datos. Este artículo se basa en el trabajo y en los resultados de este grupo. En general, los datos se han obtenido a partir de lectores de código de barras.

4 Los precios, excluido el IVA, se han calculado utilizando información sobre los tipos del IVA aplicados a cada categoría de producto en cada uno de los países.

5 Se incluyen los siguientes países: Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia (es decir, todos los países de la zona del euro, salvo Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Finlandia).

6 1) 100% zumo de fruta; (2) limpiadores multiuso; (3) detergente para lavavajillas automáticos; (4) alimentación infantil; (5) cerveza; (6) caldo; (7) mantequilla; (8) bebidas carbonatadas; (9) comida para gatos; (10) cereales de desayuno; (11) chicle; (12) chocolate; (13) cigarrillos; (14) café molido; (15) café instantáneo; (16) condones; (17) desodorante; (18) pañales; (19) comida para perros; (20) suavizante; (21) pescado congelado; (22) helados; (23) mermelada de fresas; (24) detergente para lavadoras; (25) margarina; (26) leche refrigerada; (27) leche UHT; (28) aceite de oliva; (29) salvasilps; (30) servilletas de papel; (31) pasta/espaguetis; (32) guisantes congelados; (33) guisantes en lata; (34) arroz; (35) champú; (36) preparados para el afeitado; (37) azúcar; (38) papel higiénico; (39) pasta de dientes; (40) atún en lata; (41) vodka; (42) agua con gas; (43) agua sin gas; (44) sopas; (45) whisky.

entre noviembre de 2008 y noviembre de 2011. Si bien el conjunto de datos es rico y complejo y tiene una tasa de cobertura de mercado estimada entre el 75 % y el 85 %, no es equilibrado (es decir, no se dispone de toda la información para todos los parámetros)<sup>7</sup>. Tras controlar por el tamaño del envase se constató que los datos eran representativos, pues son muy coherentes con datos detallados del IPC de los distintos países y con datos detallados de la paridad del poder adquisitivo de Eurostat.

## CONCLUSIONES

**En general, el análisis subraya la necesidad de seguir avanzando en los esfuerzos de reforma para mejorar la entrada y la contestabilidad en los sectores de bienes de consumo y de la distribución.**

El análisis del conjunto de datos desagregados sobre los precios de los alimentos y otros bienes de consumo en los países de la zona del euro ha proporcionado una información única y valiosa sobre dichos precios. En particular, los resultados ponen de manifiesto desviaciones sustanciales de la ley de un precio único y una fuerte segmentación de los mercados a lo largo de las fronteras nacionales, lo que significa que aún queda mucho por hacer en el desarrollo del Mercado Único. Se muestra que las diferencias en el nivel de precios son una función de la estructura de los mercados minoristas y de productores, donde la situación competitiva es de particular importancia, pero donde también desempeña un papel el comportamiento de los consumidores.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**

<sup>7</sup> Esto refleja el hecho de que los datos brutos proceden de los institutos de estadística de los distintos países, cada uno de ellos con distintas maneras de presentar la información. Por ejemplo, en algunos países no se presentan, para algunas categorías de productos, datos sobre las regiones o datos equivalentes.