



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 3 / 2016



# Índice

## Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen	<b>2</b>
1 Entorno exterior	<b>5</b>
2 Evolución financiera	<b>8</b>
3 Actividad económica	<b>10</b>
4 Precios y costes	<b>13</b>
5 Dinero y crédito	<b>15</b>

## Recuadros

1 Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización	<b>19</b>
2 Tendencias salariales recientes en la zona del euro	<b>24</b>
3 La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)	<b>28</b>
4 Reequilibrio de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro	<b>34</b>

## Artículos

1 La desaceleración de las economías emergentes y sus implicaciones para la economía mundial	<b>37</b>
2 Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro	<b>40</b>

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Las turbulencias de los mercados financieros de principios de 2016 han remitido y la actividad económica mundial presenta signos de estabilización. El comercio mundial ha dado muestras de resistencia a comienzos del año, aunque se prevé que su tasa de crecimiento se mantenga moderada. Los riesgos para las perspectivas de la actividad global, especialmente de las economías emergentes, continúan situándose a la baja y están relacionados, en concreto, con la incertidumbre en materia de política monetaria, las turbulencias financieras y los riesgos geopolíticos. La inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos, dado que las caídas que registraron anteriormente los precios de la energía siguen lastrando el aumento de los precios.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido, al igual que los de la deuda soberana de Estados Unidos. Los diferenciales de renta fija privada se han estrechado considerablemente en un entorno de estabilización de la volatilidad de los mercados y tras el anuncio del programa de compras de bonos corporativos del BCE. La menor volatilidad ha prestado un respaldo adicional a los precios de las acciones a nivel mundial, al tiempo que el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado.

La economía de la zona del euro se mantiene en una senda de recuperación, impulsada por la demanda interna, mientras que el crecimiento de la demanda externa sigue siendo débil. La demanda interna continúa estando apoyada por las medidas de política monetaria. El impacto positivo de estas medidas sobre las condiciones de financiación, así como el incremento de la rentabilidad de las empresas, están favoreciendo la inversión. Asimismo, la orientación acomodaticia de la política monetaria, el aumento continuo del empleo derivado de las reformas estructurales realizadas en el pasado y el nivel aún relativamente bajo del precio del petróleo deberían prestar un apoyo sostenido a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose frenada por los ajustes de los balances en varios sectores, por el insuficiente ritmo de aplicación de reformas estructurales en algunos países y por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja.

La inflación de la zona del euro ha permanecido en tasas alrededor de cero en los últimos meses. El bajo nivel de inflación continúa reflejando, sobre todo, el impacto de las tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Además, la mayoría de las medidas de inflación subyacente no presenta una tendencia alcista clara. Las presiones inflacionistas internas siguen siendo

débiles. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han estabilizado en niveles reducidos y se mantienen sustancialmente por debajo de los indicadores procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sean negativas en los próximos meses y después repunten en la segunda mitad de 2016, en gran parte debido a efectos de base. Posteriormente, se espera que las tasas de inflación sigan recuperándose en 2017 y 2018, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica.

Tras el amplio conjunto de medidas de política monetaria aprobado a principios de marzo han mejorado las condiciones generales de financiación en la zona del euro. La transmisión del estímulo de la política monetaria a las empresas y los hogares, especialmente a través del sistema bancario, se está reforzando. El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos sigue recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y el programa ampliado de compra de activos están respaldando la mejora de la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han reducido nuevamente y las entidades han trasladado sus condiciones de financiación más favorables aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado claramente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito en la zona del euro. Las medidas de política monetaria adoptadas en marzo de 2016 sustentan el actual repunte del crecimiento de los préstamos, respaldando así la recuperación de la economía real.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de abril de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, como se decidió el 10 de marzo de 2016, el BCE ha comenzado a incrementar las compras mensuales en el marco del programa de compra de activos a 80 mm de euros, frente al importe previo de 60 mm de euros. Como se ha mencionado anteriormente, está previsto que estas compras continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Asimismo, en junio, el BCE llevará a cabo la primera operación de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) e iniciará las adquisiciones en el marco del programa de compras de bonos corporativos.

De cara al futuro, es esencial mantener un grado apropiado de acomodación monetaria durante el tiempo necesario a fin de respaldar el dinamismo de la

recuperación económica de la zona del euro y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En el contexto actual, es fundamental asegurar que el entorno de muy baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

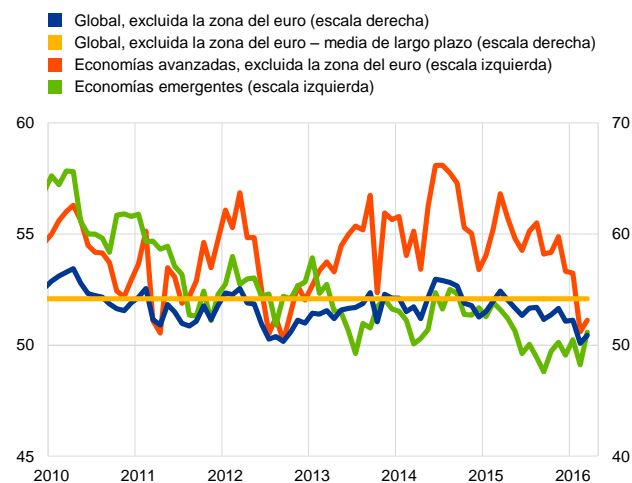
## 1 Entorno exterior

### Indicadores de opinión recientes sugieren que la actividad económica mundial se estabilizó durante el primer trimestre de 2016.

Las turbulencias que se observaron a principios de año en los mercados financieros han remitido, ya que la mayor preocupación en torno a la economía mundial ha disminuido gradualmente. Ciertamente, los mercados bursátiles han recuperado todas las pérdidas sufridas desde comienzos de año, la volatilidad ha disminuido y los precios de las materias primas también han repuntado ligeramente. Esto ha contribuido a mejorar las condiciones financieras en muchas economías emergentes, en las que se ha registrado un retorno de los flujos de capital en un entorno de mayor apetito por el riesgo a escala global.

**Gráfico 1**  
Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión, 50 = sin variación)



Fuentes: Markit y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a marzo de 2016.

### El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción aumentó ligeramente en marzo en comparación con febrero, apuntando a cierta mejora de la actividad económica mundial.

Esta mejora se produjo tras registrar niveles bastante reducidos durante los meses anteriores (véase gráfico 1) y refleja una recuperación moderada de la actividad en los servicios y las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el índice PMI global de producción correspondiente al primer trimestre de 2016 siguió siendo inferior al del trimestre precedente y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Este descenso se debió en gran parte a la evolución de las economías avanzadas, especialmente de Estados Unidos, mientras que el índice PMI compuesto de producción mejoró ligeramente en los países emergentes. En conjunto, los datos procedentes de la encuesta PMI sugieren que el crecimiento experimentó cierta desaceleración en las economías avanzadas y

que continuó siendo modesto en las emergentes en el primer trimestre de 2016.

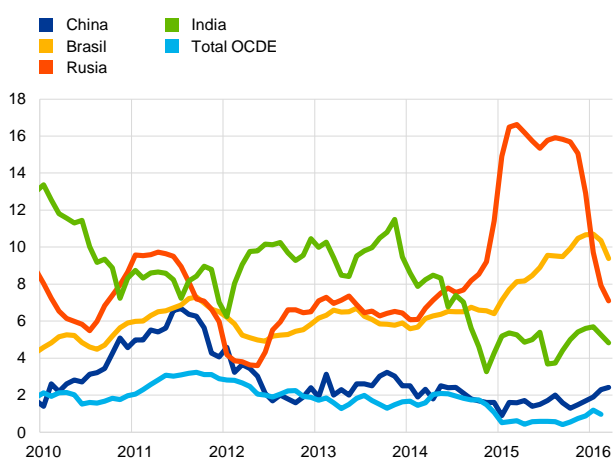
**El comercio mundial ha mostrado capacidad de resistencia.** El comercio mundial de mercancías mantuvo su impulso en enero, tras una considerable revisión al alza de los datos de diciembre. En enero, las importaciones mundiales de bienes en términos reales avanzaron un 1,2% en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento del 1,5% en diciembre. Esta revisión al alza se debió a unos datos más positivos para las economías emergentes de Asia. En enero, el dinamismo de las importaciones mundiales continuó siendo sólido, respaldado por la persistencia de un crecimiento vigoroso en los países emergentes asiáticos y de la zona del euro. En cambio, el comercio descendió de nuevo en Estados Unidos y su crecimiento pasó a ser negativo en Europa Central y Oriental. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó marginalmente, de 49,4 a 49,6, en marzo, pero siguió apuntando a una débil expansión del comercio mundial.

**La inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos.** En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) descendió hasta situarse en el 1%, en tasa interanual, en febrero, frente al 1,2% del mes anterior, como consecuencia de la contribución más negativa de los precios de la energía (véase gráfico 2). En estos países, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación en el 1,9% en febrero.

## Gráfico 2

### Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

Nota: La observación más reciente corresponde a marzo de 2016 para los países individuales y a febrero de 2016 para el total de la OCDE.

### Los precios del Brent han seguido recuperándose desde mediados de marzo, reflejando la moderación del exceso de oferta mundial de petróleo y una demanda mayor de lo esperado.

Los precios del Brent llevan fluctuando dentro de un intervalo de 38 a 47 dólares estadounidenses por barril desde mediados de marzo de 2016, y el 28 de abril se situaron en 47 dólares por barril. Esto equivale a un aumento del 67% con respecto a los mínimos de los doce últimos años registrados a mediados de enero. La reciente subida del precio del petróleo se ha visto respaldada por la moderación del exceso de oferta mundial de esta materia prima. En concreto, la producción de los países de la OPEP se redujo en marzo de 2016, debido fundamentalmente a perturbaciones de oferta en Irak, Nigeria y Emiratos Árabes Unidos. Además, la demanda de crudo fue mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2016, en gran medida como consecuencia de la vigorosa

demanda de India y de otros países asiáticos no pertenecientes a la OCDE. La volatilidad de los precios del petróleo ha disminuido ligeramente desde mediados de marzo, aunque sigue siendo elevada. Diversos factores han contribuido a la volatilidad que se observa actualmente, entre ellos las tensiones geopolíticas, los problemas relacionados con el regreso de Irán al mercado internacional de petróleo, la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de las economías emergentes y las dudas sobre el acuerdo para congelar la producción entre los países de la OPEP e importantes productores no pertenecientes a esta organización. Los precios de las materias primas no energéticas como los alimentos y los metales se han mantenido estables en el período transcurrido desde mediados de marzo. De cara al futuro, la inestabilidad de la situación geopolítica en Oriente Próximo (sobre todo en Irak) y en Nigeria continúa representando un riesgo a corto plazo que podría conducir a nuevas perturbaciones de oferta.

### Parece que el ligero bache observado en la actividad económica en Estados Unidos continuó en el primer trimestre de 2016, aunque los fundamentos económicos subyacentes se mantienen sólidos.

Tras una expansión moderada del PIB real, el 1,4% en tasa anualizada, en el cuarto trimestre de 2015, la actividad económica mostró signos de nueva desaceleración en el primer trimestre de 2016. En particular, los indicadores de alta frecuencia del gasto en bienes de equipo apuntaron a que el crecimiento de la inversión empresarial había sido solo modesto.

Aunque el crecimiento del consumo real siguió siendo moderado en febrero, datos recientes del sector manufacturero indican una mejora de las condiciones en este sector. El empleo en el sector no agrícola se incrementó con fuerza en marzo, y la tasa de actividad volvió a aumentar, lo que sugiere que trabajadores anteriormente desanimados están regresando al mercado laboral. Esto solo se plasmó en un ligero repunte de la tasa de paro, que se situó en el 5%. De cara al futuro, se espera que el fortalecimiento del mercado de trabajo sustente la renta real y el consumo. La inflación general se mantuvo en niveles reducidos, y la inflación interanual medida por el IPC se redujo levemente en marzo, hasta el 0,9%, desde el 1% de febrero, influida a la baja por los precios de la energía y los alimentos. La tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 2,2% en marzo frenada por la inflación negativa de los precios de los bienes, pero lleva exhibiendo una tendencia gradual al alza desde mediados de 2015.

**En Japón, el ritmo de crecimiento sigue siendo moderado.** A principios de 2016, los indicadores económicos continuaban apuntando a que la actividad económica estaba falta de dinamismo, tras un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,3% en el último trimestre de 2015. Los resultados de encuestas recientes indican que el consumo privado fue débil a comienzos de año. La producción industrial también se mantuvo contenida, aunque esto se debió en gran parte a factores transitorios, mientras que las exportaciones reales registraron una ligera recuperación. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión señalaron cierto deterioro del clima empresarial. La inflación interanual medida por el IPC repuntó desde el 0% de enero hasta el 0,3% en febrero, mientras que la inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, aumentó levemente y se situó en el 0,8%.

**En el Reino Unido se espera que el crecimiento del PIB se modere.** En el cuarto trimestre de 2015, el PIB real se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, por encima de las estimaciones anteriores y a un ritmo mayor que en el trimestre precedente. En consecuencia, el crecimiento interanual del PIB fue del 2,3% en 2015, frente al 2,9% de 2014. En el último trimestre de 2015, el crecimiento económico se vio impulsado por la solidez del consumo privado, mientras que el avance de la inversión pasó a ser considerablemente negativo, debido a la incertidumbre en torno al ritmo de expansión de la demanda mundial, y la demanda exterior neta continuó siendo un lastre para el crecimiento. Los indicadores de corto plazo y las encuestas sobre intenciones de las empresas sugieren una moderada desaceleración del ritmo de expansión del PIB en el primer semestre de 2016. La tasa de paro se estabilizó en el 5,1% en el período de tres meses hasta enero de 2016, mientras que el crecimiento de los beneficios siguió siendo relativamente contenido y se situó en el 2,1%, pese a la mejora de las condiciones en el mercado de trabajo. En febrero de 2016, la inflación interanual medida por el IPC repuntó hasta el 0,3%, como consecuencia de los efectos de base derivados de los precios de la energía, mientras que la inflación, excluidos los alimentos, la energía, las bebidas alcohólicas y el tabaco, descendió marginalmente, hasta el 1,1%.

**En China, los datos disponibles siguen siendo acordes con una desaceleración gradual del crecimiento de la actividad, que se ha visto**



**respaldada por medidas de apoyo y una rápida expansión del crédito.** En el primer trimestre, el crecimiento interanual del PIB de este país fue del 6,7%, ligeramente por debajo del registrado el trimestre anterior, aunque en consonancia con la nueva banda de objetivos de crecimiento fijada por las autoridades chinas para 2016 (6,5%-7%). Los indicadores de corto plazo más recientes apuntan a un ritmo sostenido de crecimiento económico, y se han observado algunas mejoras en la producción industrial, en la inversión en activos fijos, en la expansión del crédito y en las ventas al por menor. También hay señales de estabilización en el mercado de la vivienda, con un modesto repunte de la inversión residencial y fuertes aumentos de los precios de la vivienda en las grandes ciudades. Por el contrario, los datos sobre comercio, que han mostrado un grado elevado de volatilidad en los últimos meses, empeoraron en el primer trimestre del año. La mayor estabilidad de los mercados financieros y del tipo de cambio del renminbi ha contribuido a reducir parte de la incertidumbre imperante a principios de año, mientras que se prevé que la orientación acomodaticia de la política monetaria y el moderado estímulo fiscal continúen sustentando la demanda.

**El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes.** La actividad se ha mantenido resistente en países importadores de materias primas como en los países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro y, en menor medida, en India y Turquía, mientras que el crecimiento continúa siendo muy débil en los países exportadores de estas materias. En particular, los indicadores de corto plazo más recientes sugieren que la desaceleración de Brasil continuará en 2016. La incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de las condiciones de financiación están lastrando considerablemente la actividad económica. En línea con las expectativas, la actividad económica en Rusia volvió a retroceder en el último trimestre de 2015, después de mostrar señales incipientes de mejora en el tercer trimestre del año pasado. La incertidumbre sigue siendo elevada y la confianza empresarial débil, mientras que la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúan frenando el gasto público.

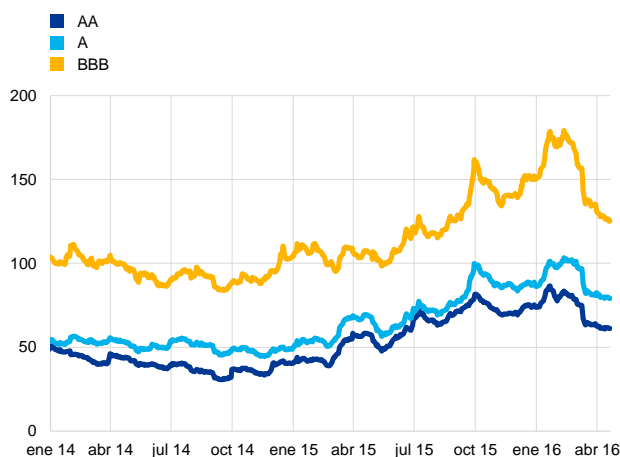
## 2 Evolución financiera

**Entre el 9 de marzo y el 20 de abril de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron, al igual que los de la deuda soberana de Estados Unidos.** Tras un ligero repunte a principios de marzo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro empezaron a reducirse poco después de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, siguiendo una evolución similar a la que registraron los rendimientos de la deuda de Estados Unidos. Después de alcanzar un nuevo mínimo histórico del 0,75% el 1 de abril de 2016, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro, ponderado por el PIB, aumentó ligeramente hacia el final del período analizado y se situó en el 0,86% el 20 de abril. En conjunto, los descensos de los rendimientos a largo plazo fueron algo más pronunciados en los países de la zona del euro con calificaciones crediticias más altas.

**En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de las sociedades no financieras se redujeron sustancialmente en un entorno de estabilización de la volatilidad de los mercados y tras el anuncio, por parte del Consejo de Gobierno, del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).** Los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras —al igual que los de los bonos de empresas del sector financiero— se estrecharon en la segunda quincena de marzo después de que la volatilidad de los mercados descendiera desde los máximos registrados anteriormente. Tras el anuncio del CSPP, los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras volvieron a experimentar una disminución considerable, antes de seguir contrayéndose de forma más gradual durante el mes de abril (véase gráfico 3).

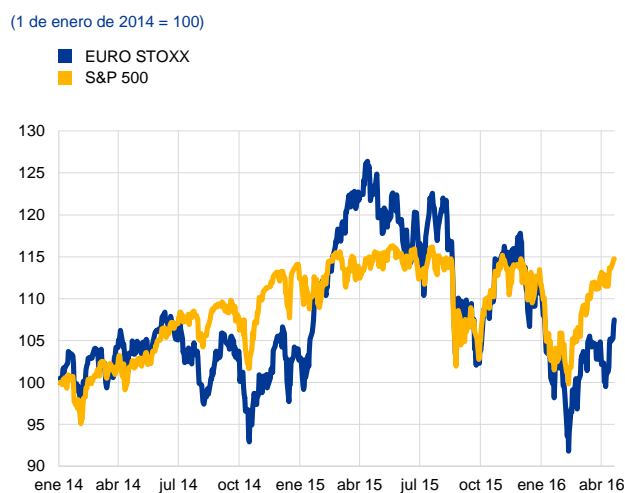
**La estabilización de la volatilidad también prestó respaldo a los precios de las acciones a nivel mundial, que se revalorizaron durante el período analizado.** El índice EURO STOXX amplio registró un avance de más del 4% entre el 9 de marzo y el 20 de abril de 2016 (véase gráfico 4). En Estados Unidos, el índice S&P 500 avanzó casi el 6% durante el mismo período. Las cotizaciones de los valores bancarios registraron fluctuaciones algo más pronunciadas que el conjunto del mercado en ambas regiones y, en la zona del euro, también tuvieron un comportamiento ligeramente peor que el mercado, con un aumento de alrededor del 2%.

**Gráfico 3**  
Diferenciales de los bonos de sociedades no financieras con grado de inversión de la zona del euro, por calificación crediticia



Fuente: Thomson Reuters.  
Nota: La observación más reciente corresponde al 20 de abril de 2016.

**Gráfico 4**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al 20 de abril de 2016.

**El tipo de cambio efectivo del euro se apreció.** En términos bilaterales, el euro se fortaleció un 3,7% frente al dólar estadounidense en el período analizado, en un entorno de estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro, lo que reflejó en gran medida la revisión de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. El euro también se apreció frente a

la libra esterlina, el renminbi chino, el yen japonés y las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, se depreció frente al rublo ruso, la corona sueca, el franco suizo y las monedas de la mayoría de los países exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de varios países de Europa Central y Oriental.

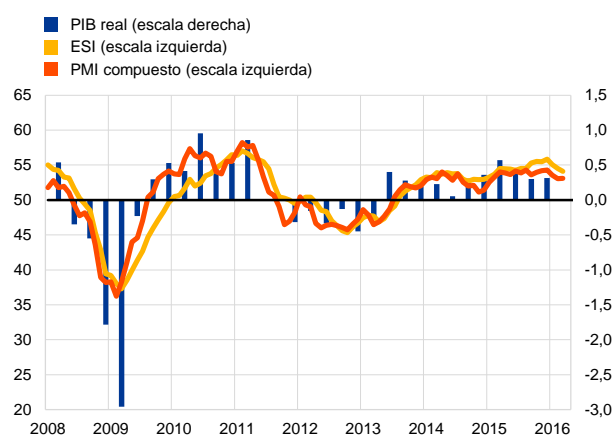
**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) descendió durante el período considerado, reflejando la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,40%, en marzo.** Desde que fue efectivo el recorte de tipos de interés a comienzos del segundo período de mantenimiento de reservas, el eonia ha permanecido en un rango de entre -33 y -35 puntos básicos, excepto al final del primer trimestre, cuando aumentó temporalmente hasta situarse en -30 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó alrededor de 43 mm de euros, hasta la cifra de 744 mm de euros, en el contexto de las compras realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

### 3 Actividad económica

**La economía de la zona del euro continúa recuperándose, impulsada sobre todo por la evolución del consumo privado, aunque más recientemente también por la inversión** (véase gráfico 5). A pesar de que el producto lleva creciendo desde principios de 2013, el PIB real de la zona del euro todavía se mantiene en niveles próximos al máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

**Gráfico 5**  
PIB real, ESI e índice PMI compuesto de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice; índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.  
Notas: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del índice PMI. Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015 para el PIB real y a marzo de 2016 para el índice PMI.

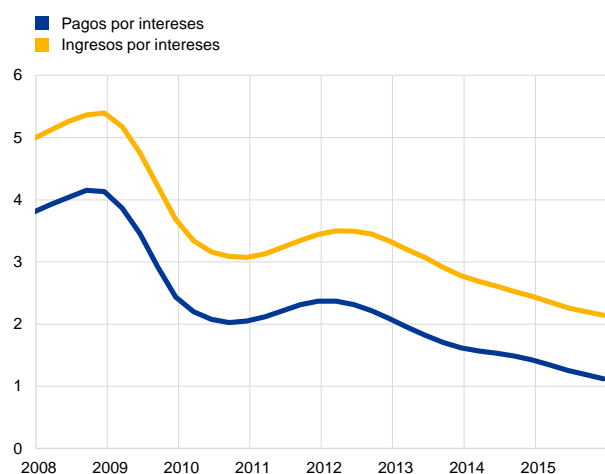
**El consumo privado sigue contribuyendo positivamente al crecimiento, después de registrar una desaceleración transitoria en el último trimestre de 2015.** La ralentización del gasto en consumo del cuarto trimestre del año pasado se debió en parte al descenso de las ventas de artículos de vestir de temporada y a la disminución del consumo de energía, lo que puede atribuirse a las suaves temperaturas del invierno en algunos países de la zona del euro. Además, parece que los atentados terroristas perpetrados en París en noviembre de 2015 han afectado negativamente al consumo de servicios como la hostelería y la restauración en Francia. Cabe destacar que el gasto en consumo se ha estado beneficiando del incremento de la renta real disponible de los hogares, lo que a su vez es reflejo, fundamentalmente, del crecimiento del empleo y de los precios más bajos del petróleo. Asimismo, los balances de los hogares

presentan mayor disponibilidad de fondos, y la confianza de los consumidores continúa siendo elevada y, pese a las recientes caídas, se mantiene por encima de la media de largo plazo.

**La orientación acomodaticia de la política monetaria y los reducidos tipos de interés asociados deberían seguir respaldando el consumo agregado de la zona del euro.** Desde el tercer trimestre de 2008, los pagos por intereses de los hogares de la zona del euro en relación con la renta disponible han disminuido en torno a tres puntos porcentuales, al tiempo que los ingresos por intereses han caído aproximadamente en la misma proporción (véase gráfico 6). Así pues, la renta disponible agregada de los hogares de la zona del euro apenas se ha visto afectada. No obstante, el descenso de los tipos de interés suele traducirse en una redistribución de los recursos de los ahorradores netos con una menor propensión marginal al consumo a los prestatarios netos en los que dicha propensión es mayor, lo que, en general, tiene un impacto positivo sobre el consumo agregado de la zona del euro. En cuanto a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre el comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles señalan un repunte del crecimiento del consumo en el primer trimestre de este año.

**Gráfico 6**  
Ingresos y pagos por intereses de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015.

**La inversión continuó mejorando ligeramente a principios de 2016, tras acelerarse su crecimiento a finales de 2015, aunque predominan los riesgos a la baja.** La mayor utilización de la capacidad productiva, junto con el aumento de la producción industrial de bienes de equipo en enero y febrero, sugiere que la inversión empresarial de la zona del euro probablemente registrara un sólido ritmo de avance en el primer trimestre de 2016. Sin embargo, es muy probable que la debilidad del entorno exterior, unida a la caída de la confianza empresarial, el descenso de los pedidos industriales de bienes de equipo y las moderadas expectativas de producción del sector de bienes de equipo, tenga un impacto adverso sobre la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el primer semestre de 2016. Es probable que la inversión en construcción siguiera creciendo en el primer trimestre, debido, en gran medida, a la evolución del segmento de la vivienda, como pone de manifiesto el

fuerte avance de la construcción de edificios en comparación con el trimestre anterior. Al margen de la volatilidad habitual, los visados de obra nueva, así como la confianza de la construcción, medidos por el índice PMI y el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés), han estado aumentando, lo que indicaría que el ciclo del sector de la construcción ha tocado fondo.

**Más allá del corto plazo, la recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían impulsar la inversión.** El incremento de los márgenes y la reducción de la capacidad productiva sin utilizar también deberían respaldar las

decisiones de inversión. No obstante, las necesidades de desapalancamiento, la baja rentabilidad y las rigideces estructurales, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, podrían frenar la inversión.

**En general, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro mantiene su falta de dinamismo.** Según los datos mensuales sobre comercio, las exportaciones de bienes, tras registrar un descenso significativo en enero, se recuperaron en cierta medida en febrero. En los primeros dos meses del año, las exportaciones de bienes se situaron, en general, por debajo del nivel medio del cuarto trimestre de 2015. Es probable que el avance de las exportaciones se viera frenado por el débil ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, especialmente Estados Unidos, y de algunas economías emergentes. De cara al futuro, se prevé que la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro observada desde finales del año pasado continúe afectando a las exportaciones de la zona del euro. Indicadores más recientes, como las encuestas, apuntan a una evolución persistentemente moderada de la demanda externa y a una debilidad relativa de los pedidos exteriores de fuera de la zona del euro a corto plazo.

**Los indicadores económicos más recientes señalan un crecimiento sostenido del PIB real en el primer trimestre de 2016.** En enero y febrero, la producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, un 1,1% por encima del nivel medio del cuarto trimestre de 2015, período en que registró un incremento del 0,4% en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes presentan un panorama algo menos optimista que los datos cuantitativos. Mientras que el ESI descendió durante el primer trimestre, el índice PMI compuesto de producción retrocedió en enero y febrero, permaneciendo básicamente estable en marzo (véase gráfico 5). Sin embargo, actualmente, la interpretación de la evolución de los indicadores de opinión resulta más complicada de lo habitual, ya que la desaceleración de estos indicadores sugiere un crecimiento más débil con respecto al cuarto trimestre del año pasado, mientras que los niveles en los que se mantienen —aún por encima de sus medias de largo plazo— apuntan a un crecimiento que no habría registrado variación o que incluso se habría acelerado ligeramente.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente.** En el cuarto trimestre de 2015, el empleo experimentó un avance adicional del 0,3% en tasa intertrimestral, acumulando así dos años y medio de crecimiento. Como consecuencia, el empleo se situó un 1,2% por encima del nivel registrado un año antes, lo que representa el mayor incremento interanual desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, siguió cayendo en febrero, hasta situarse en el 10,3%. Aunque los indicadores de opinión más recientes señalan cierta desaceleración del crecimiento del empleo, continúan siendo compatibles con mejoras adicionales en los próximos meses.

**De cara al futuro, se prevé que la economía continúe recuperándose.** En particular, la demanda interna sigue estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, cuyo impacto positivo sobre las condiciones de financiación, junto con el aumento de la rentabilidad de las empresas, está favoreciendo la inversión. Además, la orientación acomodaticia de la política monetaria, las

continuas mejoras en el empleo derivadas de las anteriores reformas estructurales y el nivel aún relativamente bajo del precio del petróleo deberían prestar un apoyo sostenido a la renta real disponible de los hogares y el consumo privado. Además, la política fiscal de la zona del euro presenta un tono ligeramente expansivo. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro se sigue viendo frenada por los ajustes de los balances de algunos sectores, el insuficiente ritmo de aplicación de las reformas estructurales y las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro todavía continúan situados a la baja. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de abril, perfilan una imagen similar a las previsiones macroeconómicas realizadas por los expertos del BCE publicadas en marzo, y apuntan a la continuación de la recuperación económica y a un aumento de las tasas de crecimiento interanual del PIB. (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

## 4 Precios y costes

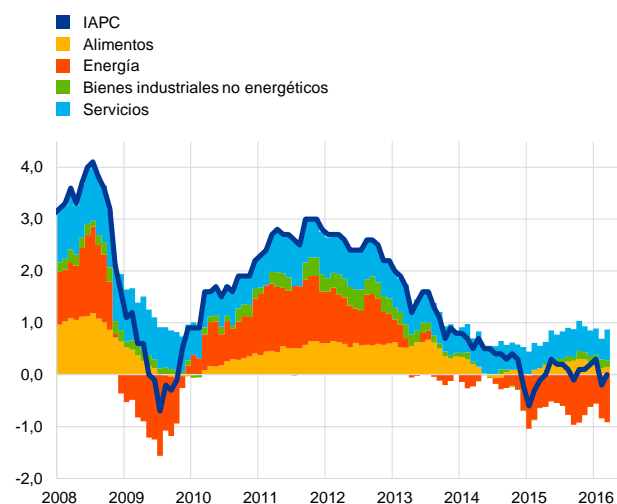
**La inflación general ha permanecido en tasas alrededor de cero en los últimos meses.** El bajo nivel de inflación sigue reflejando el impacto moderador de unas tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Al

mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continúa fluctuando en tasas en torno al 1% (véase gráfico 7).

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2016.

**La mayoría de las medidas de inflación subyacente no muestra una tendencia alcista clara.** La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantiene en el 1% o ligeramente por debajo de ese nivel. Esto sugiere que la inflación subyacente no ha cobrado un impulso al alza desde el verano pasado, como confirma la evidencia procedente de medidas basadas en modelos<sup>1</sup>. Si se consideran los principales componentes, la tasa de variación de los precios de los servicios aumentó hasta situarse en el 1,4% en marzo, lo que representa un incremento de 0,5 puntos porcentuales con respecto al mínimo histórico del 0,9% de febrero. Esta aceleración se debe en cierta medida al repunte transitorio de los precios de las vacaciones organizadas en Semana Santa, que este año fue en marzo (véase también el recuadro titulado «Índice

Armonizado de Precios de Consumo – efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización»). La tasa de variación de los precios de los bienes

<sup>1</sup> Para más detalles sobre medidas de inflación subyacente basadas en modelos, véase el gráfico C del recuadro 5 titulado «Seguimiento de la evolución de la inflación subyacente», *Informe Anual*, BCE, 2015.

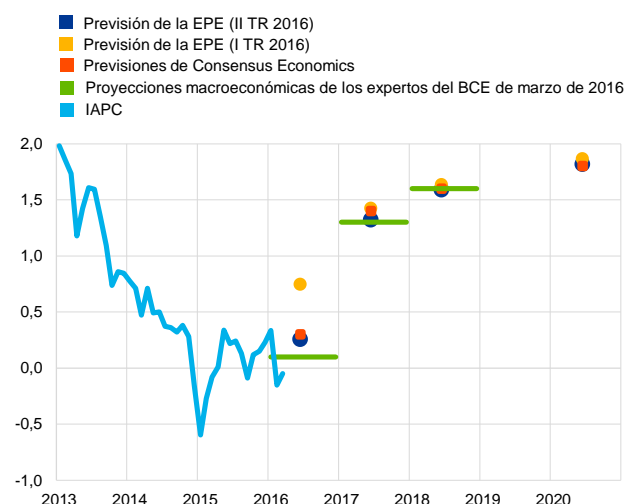
industriales no energéticos ha estado fluctuando entre el 0,5% y el 0,7% en los últimos meses.

**La reciente apreciación del euro ha atenuado parte de las presiones inflacionistas al alza procedentes de la acusada depreciación registrada anteriormente.** La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que hasta ahora ha sido la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista, se redujo hasta situarse en el 0,7% en febrero, frente al 1,6% de enero. Esta evolución representa una continuación del descenso con respecto al máximo histórico del 5,6% de abril de 2015, y refleja una leve apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y el impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo.

**Los precios industriales y las presiones salariales se han mantenido moderados.** La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales de las ventas interiores de los bienes de consumo no alimenticio descendió hasta situarse en el -0,1% en febrero, frente al 0,1% de enero, y los datos procedentes de encuestas de opinión sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta abril, apuntan a la persistencia de débiles presiones inflacionistas a nivel de productores. El avance de los salarios se estabilizó en niveles reducidos. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,3% en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre precedente. Dado que la tasa de crecimiento interanual de la productividad descendió 0,2 puntos porcentuales en ese mismo período, los costes laborales unitarios se incrementaron 0,2 puntos porcentuales. Los factores que pueden estar afectando al crecimiento de los salarios se describen en el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro».

**Gráfico 8**  
Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta marzo de 2016. Los datos de Consensus Economics proceden de las previsiones publicadas en abril de 2016.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han estabilizado en niveles reducidos y se mantienen sustancialmente por debajo de las expectativas procedentes de los indicadores de opinión.** Después de recuperarse de un mínimo histórico en febrero, la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco continúa en cotas muy bajas. Esto se debe, en parte, a un interés relativamente escaso del mercado por mantener instrumentos financieros con flujos financieros vinculados a la inflación, lo que indica que los participantes en el mercado consideran que es relativamente improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. A diferencia de los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los incluidos en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y en las encuestas de Consensus Economics, han sido más estables y resistentes al ajuste a la baja de las expectativas a más

corto plazo (véase gráfico 8). Según los resultados de la encuesta EPE de abril de 2016, la previsión media de la tasa de inflación a cinco años era del 1,8%, sin variación con respecto a la encuesta anterior, y el riesgo a la baja para estas expectativas parece haber disminuido ligeramente.

**De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, es probable que las tasas de inflación sean ligeramente negativas en los próximos meses y que después repunten en el segundo semestre de 2016, en gran parte debido a efectos de base.** Posteriormente, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada.

**En cuanto a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha continuado aumentando.** En el cuarto trimestre de 2015, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales se situó en el 2,2%, lo que supuso un aumento desde el 1,5% del tercer trimestre y el 1,1% del segundo trimestre de ese año. La recuperación en curso de los precios de estos inmuebles está siendo relativamente generalizada en los países de la zona del euro.

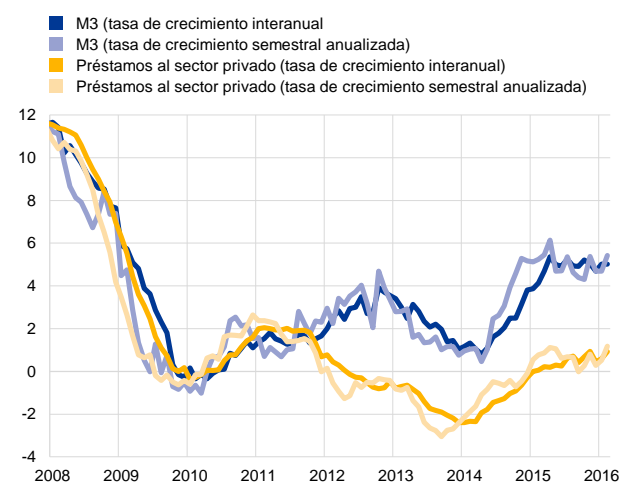
## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció en torno al 5%, el nivel que se ha mantenido desde marzo de 2015 (véase gráfico 9). El crecimiento monetario volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó moderándose con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, aunque su nivel aún fue elevado. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho apunta a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

**Gráfico 9**

### M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016.

### **La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 continuó siendo considerable.**

Los principales factores determinantes de este crecimiento fueron los reducidos costes de oportunidad de mantener los componentes más líquidos del dinero y el impacto del programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguieron disminuyendo, aunque en menor medida que en meses anteriores. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, fue negativa a principios de 2016, pese a la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario observada desde mediados de 2014.



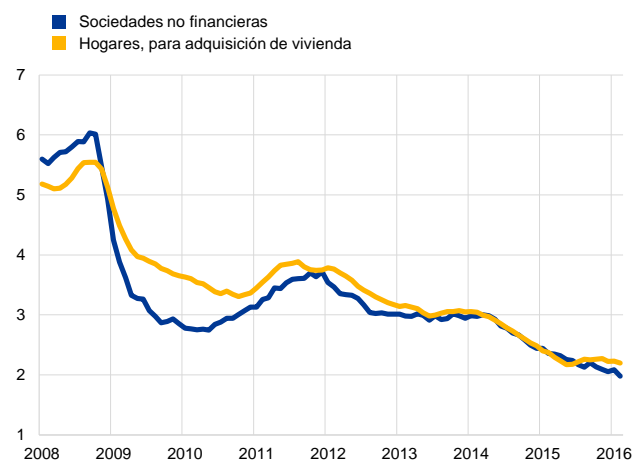
**Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.** Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en febrero fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. Un porcentaje significativo de estos instrumentos fueron adquiridos a instituciones financieras monetarias — IFM— (excluido el Eurosistema). La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener pasivos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Además, la creación de dinero siguió viéndose respaldada por el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución refleja las salidas de capital de la zona del euro y el reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (más concretamente, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP) (véase recuadro 4).

**La actividad crediticia se mantuvo en una senda de recuperación gradual, aunque el crecimiento de los préstamos todavía fue débil.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones y otras transferencias) se incrementó en febrero (véase gráfico 9), ayudada tanto por los préstamos concedidos a las sociedades no financieras como por los otorgados a los hogares. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo débil, sin recuperarse totalmente con respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Estas tendencias fueron generalizadas en la zona del euro y se vieron respaldadas por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios. Pese a estas señales positivas, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles persistentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando el crecimiento del crédito.

## Gráfico 10

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador para los tipos de interés sintéticos 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. La observación más reciente corresponde a febrero de 2016.

## Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras cayeron a nuevos mínimos históricos en febrero.

Los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció en junio de 2014 su paquete de medidas de expansión crediticia (véase gráfico 10). Esta evolución también está relacionada con la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y con la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos se explica, asimismo, por la contracción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, que se está transmitiendo en forma de aplicación de tipos de interés más bajos a los préstamos bancarios. Entre mayo de 2014 y febrero de 2016, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo alrededor de 95 puntos básicos,

hasta situarse en el 1,98%. Y, en el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió más de 70 puntos básicos, situándose en el 2,20 % en febrero de 2016. Además, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro ha seguido una trayectoria descendente desde junio de 2014, cuando aumentó la expansión crediticia, y parece que se ha estabilizado recientemente en niveles reducidos. Este indicador sugiere que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor grado que las grandes empresas de la reciente evolución de los tipos de interés de los préstamos.

## La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2016 indica que aún continúa la recuperación del crecimiento de los préstamos (véase la encuesta en

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En el primer trimestre de 2016, las condiciones de oferta de crédito para las empresas continuaron mejorando y se registró un aumento de la demanda de todas las categorías de préstamos. La competencia siguió siendo el principal factor impulsor de la relajación (en términos netos) de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas. Las entidades de crédito continuaron relajando las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos en general, y en especial a los concedidos a hogares. En cuanto a los efectos del programa ampliado de compra de activos del BCE, las entidades de crédito han utilizado la liquidez obtenida del APP principalmente para conceder préstamos. Las entidades de la zona del euro también indicaron que el APP había afectado negativamente a su rentabilidad. Además, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE estaba

teniendo un efecto positivo en el volumen de crédito concedido, pero un impacto negativo en sus ingresos netos por intereses y en los márgenes de sus préstamos.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó significativamente en marzo de 2016, tras contraerse en los dos meses anteriores.** El giro que registraron las emisiones netas se vio respaldado por el descenso del coste de financiación mediante valores de renta fija, que cayó por segunda vez consecutiva en marzo. Sin embargo, el fuerte crecimiento sostenido de los beneficios no distribuidos ha sido, probablemente, un factor moderador en los últimos meses. Estos beneficios crecieron de forma acusada en el cuarto trimestre de 2015.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.** Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó en marzo de 2016, revirtiendo así la mayor parte de los aumentos observados a principios de año. Esta evolución se explica por la reducción tanto del coste de financiación tanto mediante acciones como del coste de financiación mediante valores de renta fija. En marzo de 2016, el coste de financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se situó alrededor de 50 y 30 puntos básicos, respectivamente, por encima del nivel de febrero de 2015, cuando se registraron mínimos históricos.

## Recuadro 1

# Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización

**En este recuadro se explican las mejoras realizadas por el BCE en el método de desestacionalización de los IAPC de la zona del euro tras la revisión efectuada recientemente y la introducción de un ajuste por efectos de calendario.** Dado que la estacionalidad y la configuración del calendario influyen en las tasas de variación intermensual del IAPC, el análisis de la inflación a corto plazo se beneficia del ajuste estacional. Asimismo, es probable que la configuración del calendario tenga un impacto en las tasas de inflación interanual, especialmente en períodos que se ven afectados por los cambios de fecha de los festivos. Según las estimaciones del BCE, la tasa de crecimiento interanual del IAPC de los servicios de la zona del euro aumentó 0,1 puntos porcentuales en marzo de 2016 por el hecho de que la Semana Santa fuera en marzo, mientras que en 2015 tuvo lugar en abril.

**Las fluctuaciones estacionales son movimientos en períodos inferiores a un año que se producen en el mismo período de un año natural y tienen un impacto similar en las series temporales; la magnitud de estas fluctuaciones puede variar con el tiempo.** Entre las posibles causas de la estacionalidad se incluyen las condiciones climatológicas, las circunstancias relacionadas con medidas de carácter administrativo –como las fechas de las vacaciones escolares–, y los hábitos y las tradiciones –como las compras navideñas–. Las convenciones utilizadas en la elaboración del IAPC también pueden influir (por ejemplo, la cobertura de los precios de bienes y servicios cuyas variaciones muestran un patrón estacional). Los efectos de calendario están asociados a su configuración, que puede variar cada año, como sucede con la fechas de la Semana Santa. Algunos ejemplos de efectos estacionales en el IAPC son la estacionalidad de los índices de precios de la fruta fresca y de las legumbres y hortalizas, de las vacaciones organizadas de invierno y de verano, y de los artículos de vestir y el calzado. Las fluctuaciones estacionales del IAPC de la zona del euro se han acentuado con el tiempo, debido, en particular, a la armonización gradual de conceptos y métodos estadísticos relativos a los precios que muestran estacionalidad. Así, por ejemplo, en 2001 se introdujo una cobertura exhaustiva de los precios de venta de los artículos de vestir y del calzado.

**En el año 2000, el BCE comenzó a elaborar IAPC desestacionalizados de los países de la zona del euro con el fin de ampliar el conjunto de herramientas de análisis más allá de los datos proporcionados por los institutos de**

**estadística**<sup>1</sup>. El IAPC total desestacionalizado de la zona del euro se elabora indirectamente agregando los subíndices desestacionalizados de precios de los alimentos elaborados, de los alimentos no elaborados, de los bienes industriales excluida la energía, y de los servicios, así como la serie sin desestacionalizar de precios de la energía. Este procedimiento se ha revisado y se van a introducir mejoras en el método de desestacionalización de los IAPC de los servicios y de los bienes industriales no energéticos<sup>2</sup>. El componente de alimentos elaborados y el correspondiente a alimentos no elaborados prácticamente no se verán afectados, mientras que el IAPC de la energía continúa sin mostrar un perfil estacional identificable.

## Estimación del efecto de la Semana Santa en el IAPC de los servicios

**Antes de la revisión efectuada, el IAPC de la zona del euro y sus componentes no se ajustaban de efectos de calendario.** Aunque el número de días laborables o de apertura de los comercios suele tener un impacto acusado en términos de efectos de calendario sobre el PIB, la producción industrial y el comercio al por menor, la distinta configuración de los días laborables y de los fines de semana no incide en los precios de consumo. Sin embargo, las fechas de la Semana Santa pueden afectar sustancialmente al nivel de los precios de los servicios en marzo y abril, sobre todo en lo que se refiere a vacaciones organizadas, servicios de alojamiento y billetes de avión, ya que los precios de estos servicios se registran en el IAPC en el momento en que se prestan, por ejemplo, cuando se inicia un viaje organizado. El análisis del efecto de la Semana Santa en los países de la zona del euro muestra que es posible realizar una estimación fiable de su impacto<sup>3</sup>. En el gráfico A se observa que, tras la reciente revisión efectuada por el BCE, las tasas de variación intermensual negativas de los últimos diez años que se registraron en abril cuando la Semana Santa cayó en marzo (como en 2008 y 2013) o a principios de abril (en 2010 y 2015), experimentaron cambios significativos con la introducción de un ajuste de efectos de calendario. El ajuste por el efecto de la Semana Santa se tradujo en una disminución de la desviación típica de las tasas de variación intermensual de 0,13 puntos porcentuales a 0,08 puntos porcentuales, y el descenso más pronunciado de estas tasas se produjo en abril de 2013 (de -0,41% a 0,06%).

---

<sup>1</sup> Tradicionalmente, la mayoría de los institutos de estadística no calculan series ajustadas de estacionalidad de los índices de precios. En el informe titulado «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», publicado en el año 2000, se describe el método de desestacionalización del IAPC de la zona del euro utilizado por el BCE. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de la evolución del IAPC sobre la base de datos desestacionalizados», Boletín Mensual, BCE, enero de 2001.

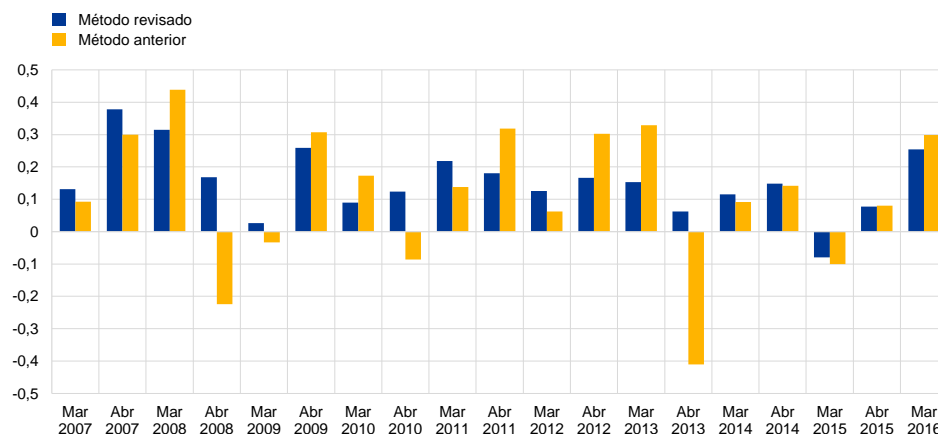
<sup>2</sup> Los datos correspondientes de la sección estadística del Boletín Económico empezarán a publicarse con arreglo a la nueva metodología a partir de mediados de mayo de 2016.

<sup>3</sup> La estimación del efecto de la Semana Santa en el IAPC de los servicios de la zona del euro se basa en la fecha de la Semana Santa católica/la Pascua protestante. El complejo y pronunciado efecto de la Pascua en Alemania se calcula por separado y lo facilita el Bundesbank.

## Gráfico A

### IAPC de los servicios de la zona del euro en marzo y abril

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## Mejoras introducidas en el IAPC de los bienes industriales no energéticos

**El método de desestacionalización de los bienes industriales no energéticos se ha mejorado mediante un tratamiento explícito de diversas rupturas de las series estadísticas (véase gráfico B).** Una de estas rupturas se debió a la introducción de un tratamiento armonizado de las reducciones de precios<sup>4</sup> en los Estados miembros de la UE en 2001<sup>5</sup>. Desde ese año, los precios rebajados de las prendas de vestir y del calzado se han incluido de manera general en los IAPC de los países de la zona del euro, lo que habitualmente se ha plasmado en caídas en los tradicionales períodos de rebajas del final de las temporadas de invierno y de verano. Otra ruptura de las series se produjo como consecuencia de la introducción, en 2011, del Reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC<sup>6</sup>. Esto se tradujo en unos patrones estacionales más pronunciados, relacionados principalmente con el tratamiento estadístico de las prendas de fuera de temporada, cuyos precios dejaron de mantenerse constantes.

<sup>4</sup> Reglamento (CE) nº 2601/2000 de la Comisión.

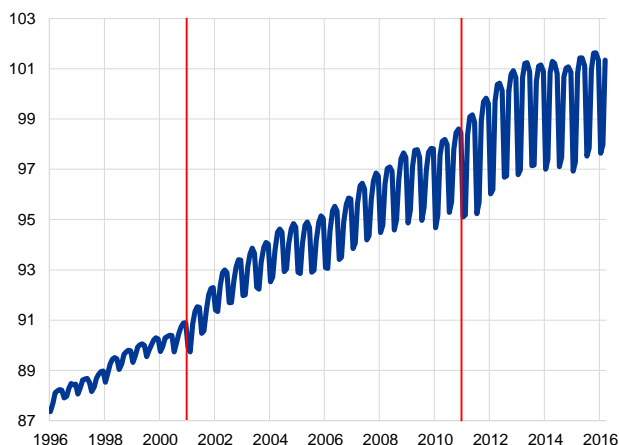
<sup>5</sup> Desde el año 2000 en Bélgica, España e Italia.

<sup>6</sup> Reglamento nº 33/2009 sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

## Gráfico B

IAPC de bienes industriales no energéticos de la zona del euro

(2015 = 100; sin desestacionalizar)



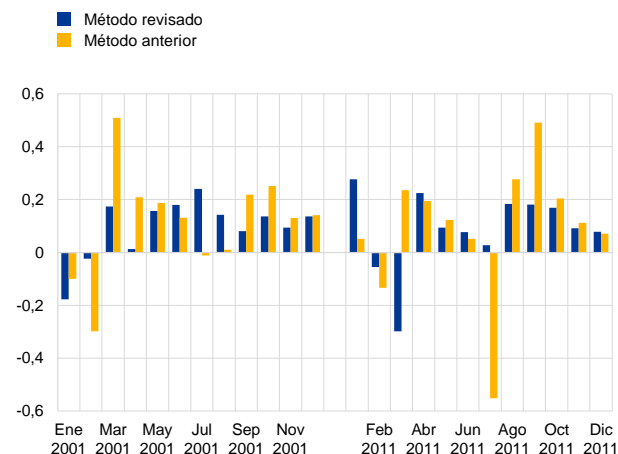
Fuente: Eurostat.

Nota: Las líneas verticales corresponden a los años de cambios metodológicos importantes.

## Gráfico C

IAPC de bienes industriales no energéticos de la zona del euro tras las rupturas de 2001 y 2011

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Sin ajustar por estas rupturas, el IAPC desestacionalizado de los bienes industriales no energéticos de la zona del euro registró períodos de volatilidad no deseada antes y después de las rupturas.** El método de desestacionalización se ha mejorado dividiendo la serie temporal en tres segmentos: hasta diciembre de 2000, entre enero de 2001 y diciembre de 2010, y desde enero de 2011<sup>7</sup>. En el gráfico C se muestra que la mejora del ajuste evita distorsiones en los datos desestacionalizados en períodos anteriores y posteriores a las rupturas.

## Efecto combinado en el IAPC total

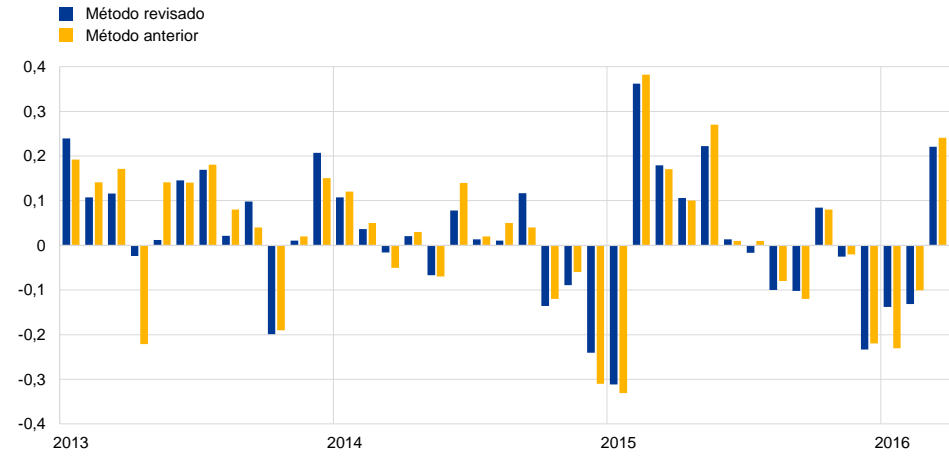
**La revisión del método de desestacionalización y la introducción de un ajuste por Semana Santa se han traducido en unos IAPC desestacionalizados de la zona del euro más útiles a efectos de análisis y de predicción.** La estimación adecuada de los efectos estacionales y de calendario es un elemento importante en el seguimiento de la evolución de la inflación a corto plazo y puede reducir la incertidumbre en la predicción de la inflación medida por el IAPC afectada por estos efectos. La introducción de un ajuste por Semana Santa y de un tratamiento explícito de las rupturas de las series estadísticas ha mejorado la calidad estadística de los índices ajustados. Con todo, las diferencias entre las tasas de crecimiento intermensual del IAPC total calculadas con los métodos utilizados antes y después de la revisión son moderadas (un promedio de 0,04 puntos porcentuales en términos absolutos), concentrándose las mayores diferencias en torno a la Semana Santa (véase gráfico D).

<sup>7</sup> En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) reconstruyó los datos del IAPC de los bienes industriales no energéticos hasta 2010. En consecuencia, el método de desestacionalización revisado del BCE considera por separado el IAPC de estos bienes para España.

## Gráfico D

### IAPC total de la zona del euro

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



## Recuadro 2

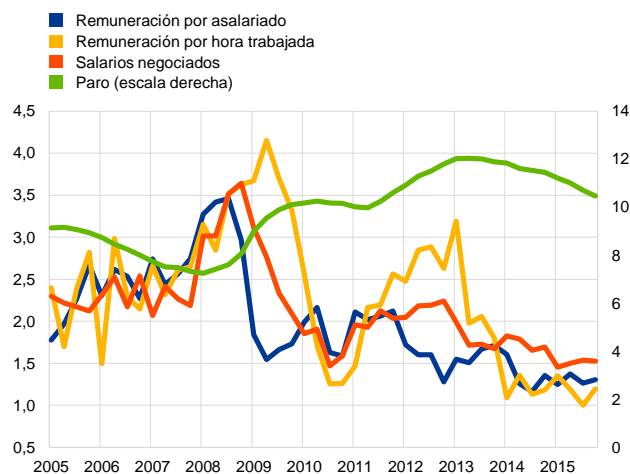
### Tendencias salariales recientes en la zona del euro

**El crecimiento de los salarios se ha mantenido en niveles relativamente reducidos en la zona del euro, pese al entorno de mejora de los mercados de trabajo.** En el cuarto trimestre de 2015, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,3%, una de las tasas más bajas observadas desde el inicio de la unión monetaria. El avance de los salarios negociados es más vigoroso, pero también registró mínimos históricos en 2015. Al mismo tiempo, aunque la tasa de paro todavía es elevada, lleva descendiendo desde el segundo trimestre de 2013, lo que indica que el grado de holgura del mercado de trabajo ha disminuido.

#### Gráfico A

Crecimiento de los salarios y tasa de paro en la zona del euro

(tasa de crecimiento interanual; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

**El crecimiento de los salarios no solo ha sido reducido, sino que las proyecciones también han sobreestimado sistemáticamente su evolución.** El gráfico B presenta las proyecciones de crecimiento de la remuneración por asalariado en distintas proyecciones elaboradas por expertos del Eurosistema/BCE desde 2013. Estas proyecciones (líneas sombreadas en gris) sitúan el crecimiento de la remuneración por asalariado por encima de los resultados observados (línea negra). Este patrón indica que el crecimiento de la remuneración por asalariado supuso una sorpresa a la baja.

**Los errores de predicción negativos del avance de la remuneración por asalariado han ido acompañados de errores positivos sobre el crecimiento del empleo** (véase gráfico C).

Ciertamente, en los últimos trimestres, el crecimiento del empleo ha sido más acusado de lo esperado y la tasa de paro ha descendido a un ritmo más rápido de lo

previsto. Las sorpresas positivas sobre el crecimiento del empleo y la moderación salarial superior a la esperada podrían estar relacionadas en cierta medida con las reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo con el objetivo de aumentar la flexibilidad de estos mercados y reducir las rigideces nominales.

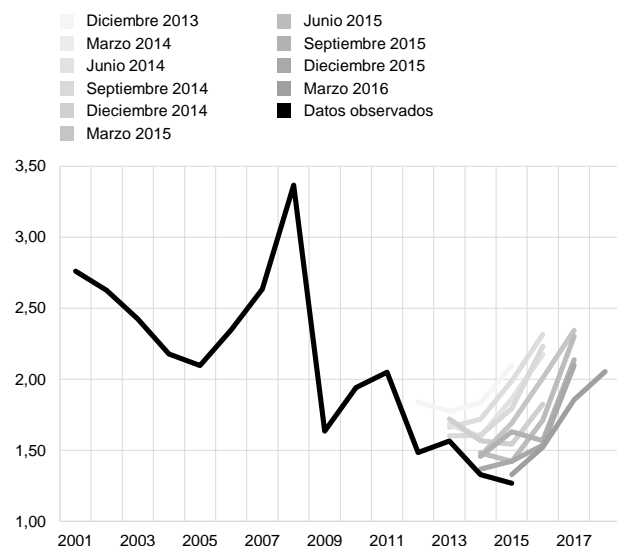
**La persistencia de un alto grado de holgura es un factor clave de la caída de la inflación salarial.** Aunque el mercado de trabajo de la zona del euro esté mejorando, la alta tasa de paro sigue apuntando a la existencia de una amplia oferta de mano de obra disponible. El cálculo del grado de holgura del mercado de trabajo está rodeado de una elevada incertidumbre y la tasa de paro observada podría subestimar el grado de holgura real en la economía. Por ejemplo, el porcentaje de

personas en situación de subempleo, es decir, trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas, y el de trabajadores desanimados aumentó durante la crisis<sup>1</sup> y esto no se refleja completamente en la tasa de paro observada.

## Gráfico B

### Crecimiento de la remuneración por asalariado

(tasa de variación interanual)



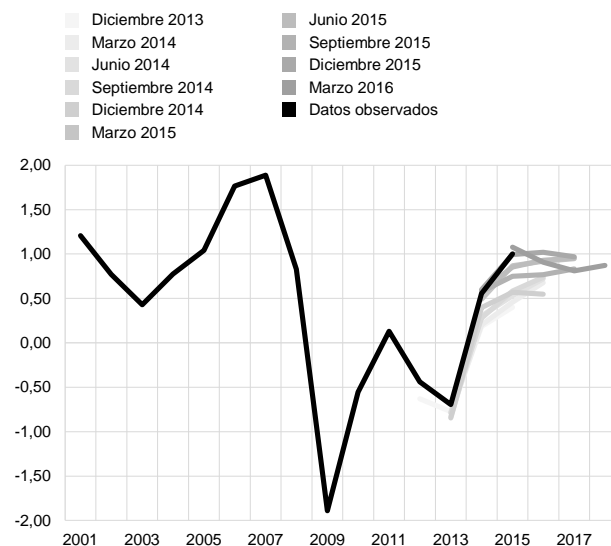
Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La línea continua negra se refiere a datos históricos publicados por Eurostat, mientras que las líneas grises corresponden a la previsión de crecimiento en proyecciones seleccionadas.

## Gráfico C

### Crecimiento del empleo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Previsiones de proyecciones seleccionadas. La línea continua negra se refiere a datos históricos publicados por Eurostat, mientras que las líneas grises corresponden a la previsión de crecimiento en proyecciones seleccionadas.

**Por otra parte, las reformas laborales introducidas desde la crisis podrían haber alterado el funcionamiento de este mercado.** El objetivo de estas reformas era aumentar la capacidad de respuesta de los salarios a la situación del mercado de trabajo suprimiendo los sistemas de indexación salarial y reduciendo la protección de los trabajadores. De hecho, se dispone de evidencia de que las rigideces salariales a la baja disminuyeron cuando la crisis se prolongó<sup>2</sup>. Si los mercados de trabajo todavía se encuentran en una fase de ajuste, el impacto de las reformas laborales supondría que, durante un período de tiempo determinado, la reducción del grado de holgura iría acompañada de un crecimiento bajo de los salarios. Del mismo modo, actualmente, los salarios podrían reflejar rigideces nominales prevaletes en el pasado: las rigideces nominales a la baja podrían haber impedido un ajuste suficiente de los salarios al grado de holgura durante la fase contractiva, obstaculizando un crecimiento más acusado de los salarios en la fase expansiva.

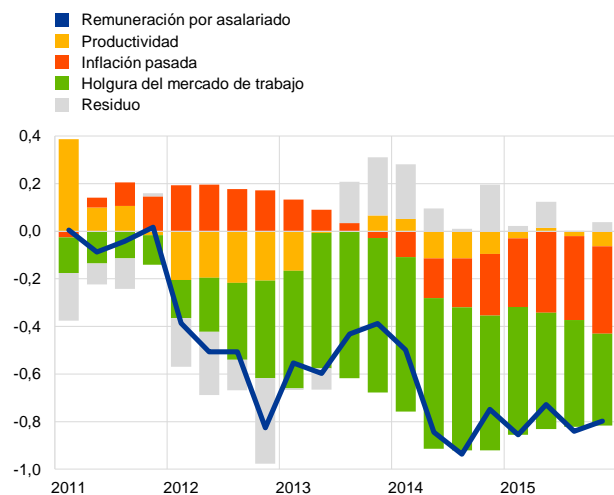
<sup>1</sup> Véase BCE (2015) «Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets», *Occasional Paper Series*, nº. 159, capítulo 2.4. Los trabajadores desanimados no se cuentan como parados, y por tanto no se incluyen en el cálculo de la brecha de desempleo.

<sup>2</sup> R. Anderton y B. Bonthuis (2015), «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), *Discussion Papers Series*, nº. 2015/09.

## Gráfico D

### Descomposición del crecimiento de los salarios basada en un modelo de curva de Phillips

(desviaciones de la media en tasa de crecimiento interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Muestra: 1995-2015. Basada en una ecuación en la que se estima una regresión de la remuneración por asalariado (tasa de crecimiento trimestral anualizada de la serie desestacionalizada) sobre su propio retardo, la inflación desfasada, la productividad por persona ocupada, la tasa de desempleo retardada y una constante. Las contribuciones proceden de J.L. Yellen (2015), «Inflation Dynamics and Monetary Policy», discurso pronunciado el 24 de septiembre en la conferencia Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst.

### El entorno de baja inflación también puede haber contribuido a contener el crecimiento de los salarios.

Los bajos niveles de inflación, que en gran parte están determinados por los reducidos precios del petróleo, podrían afectar al proceso de negociación salarial, ya que los trabajadores podrían no exigir aumentos salariales si la caída de los precios de la energía impulsa su renta real. La baja inflación podría afectar al crecimiento de los salarios a través de mecanismos de indexación salarial formales e informales o de la formación de expectativas. Diferenciar estos dos canales es una tarea compleja, debido también a la falta de datos sobre las expectativas de los hogares y las empresas, que son los relevantes en el proceso de negociación salarial. El gráfico D muestra las contribuciones de los factores determinantes del crecimiento de la remuneración por asalariado basadas en un modelo estándar de curva de Phillips<sup>3</sup>. En este modelo se parte del supuesto de que en el proceso de fijación de los salarios se tiene en cuenta la inflación pasada (aunque la especificación del modelo puede sobrevalorar la importancia de la inflación pasada en la fijación de salarios). Los resultados sugieren que: i) el grado de holgura del

mercado de trabajo ha sido un lastre considerablemente negativo para el crecimiento salarial desde el comienzo de la crisis financiera, aunque su impacto está disminuyendo; ii) las tasas de inflación registradas recientemente también están influyendo negativamente en el avance de los salarios, y iii) el débil crecimiento de la productividad está afectando a los salarios.

### La estructura del empleo creado recientemente también puede haber contribuido al reducido crecimiento de la productividad y de los salarios en la zona del euro.

Desde el segundo trimestre de 2013, la creación de empleo en la zona del euro ha sido relativamente más intensa en sectores de baja productividad, como en los servicios empresariales y el comercio y el transporte<sup>4</sup>. Dado que los sectores de baja productividad suelen asociarse a unos niveles salariales y a unas tasas de crecimiento de los salarios relativamente más reducidas, este efecto sobre la composición del empleo representa un lastre para el crecimiento medio de los salarios.

### A medida que la actividad económica cobre impulso y se reduzca la holgura del mercado de trabajo se prevé una intensificación de las presiones al alza sobre los salarios.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

<sup>3</sup> La medida del grado de holgura es la tasa de paro, que puede sobrevalorar la influencia del grado de holgura del mercado de trabajo en la formación de salarios si se supone que la tasa natural de desempleo aumentó después de la crisis.

<sup>4</sup> Para más detalles sobre la creación de empleo en la zona del euro, véase el artículo titulado «What is behind the recent rebound in euro area employment?», *Boletín Económico*, número 8, diciembre de 2015, BCE.

BCE publicadas en marzo, la remuneración por asalariado aumentará moderadamente en 2016 y repuntará hasta el 2,1% en 2018, en línea con la recuperación gradual del crecimiento del PIB real de la zona del euro.

## Recuadro 3

### La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)

**El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno anunció la realización de una segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés), que reforzará la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y la transmisión de dicha política.** Las nuevas operaciones ofrecen a las entidades de crédito financiación a largo plazo en condiciones atractivas con miras a seguir relajando las condiciones del crédito al sector privado y a estimular la concesión de crédito bancario a la economía real. Junto con las demás medidas no convencionales vigentes, las TLTRO II contribuirán a que las tasas de inflación vuelvan a situarse en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

**La serie de TLTRO II consistirá en cuatro operaciones que se llevarán a cabo con periodicidad trimestral entre junio de 2016 y marzo de 2017.** En estas operaciones, las entidades de contrapartida<sup>1</sup> podrán obtener financiación por un importe total de hasta el 30% de la parte computable de sus préstamos vivos<sup>2</sup> a 31 de enero de 2016, deduciendo los importes obtenidos en las dos primeras TLTRO ejecutadas en 2014 y que sigan pendientes de reembolso en la fecha de liquidación de la TLTRO II. Se estima que el límite máximo de préstamo en términos agregados asciende a alrededor de 1,6 billones de euros<sup>3</sup>. Sin embargo, como se observó en los fondos adjudicados en la primera serie de TLTRO (TLTRO I), esta cifra no puede considerarse una previsión de la financiación que se solicitará en las operaciones. La adjudicación del importe total permitido requeriría que todas las entidades de crédito con préstamos computables solicitasen participar en las TLTRO II (lo que exigiría una formación óptima de los grupos TLTRO) y que reembolsasen íntegramente los importes obtenidos en las dos primeras operaciones TLTRO I llevadas a cabo en 2014. Es más, las entidades valorarán el atractivo de las nuevas operaciones en relación con las condiciones de mercado, sus planes de emisión, sus necesidades globales de financiación y sus perspectivas de concesión de crédito.

**Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico han favorecido la transmisión de los tipos de interés más bajos a unas**

<sup>1</sup> Como en la primera serie de TLTRO, las entidades de contrapartida pueden participar en las TLTRO II individualmente o, bajo determinadas condiciones, en grupo.

<sup>2</sup> Como en la primera serie de TLTRO, estos préstamos computables son los concedidos a sociedades no financieras y a hogares de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

<sup>3</sup> Los importes tomados en préstamo anteriormente en las dos primeras operaciones TLTRO ejecutadas en 2014 y no reembolsados reducirán el límite máximo de préstamo. Actualmente, dichos importes ascienden a 212 mm de euros.

### **condiciones de financiación mejores para el sector privado no financiero.**

Estas operaciones se introdujeron por primera vez como parte del paquete de medidas de apoyo al crédito de junio de 2014. Los tipos de interés de los préstamos y créditos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro descendieron de manera acusada después del anuncio del citado paquete de medidas, y las reducciones asociadas de los costes de la financiación bancaria se han ido trasladando cada vez más a los prestatarios bancarios (véase el gráfico 11 de la sección 5). Las disminuciones han sido más pronunciadas en los países vulnerables, en los que previamente los tipos de interés del crédito se habían elevado con respecto a los aplicados en el resto de la zona del euro. Además, para el primer grupo de países existe evidencia de que las entidades de contrapartida que obtuvieron financiación en la primera serie de TLTRO han reducido los tipos aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras en mayor medida que las que no participaron en las operaciones<sup>4</sup>. En línea con estas observaciones, la mayoría de las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (de enero de 2015, julio de 2015 y enero de 2016) indicaron que tenían intención de utilizar los fondos obtenidos en la primera serie de TLTRO para conceder préstamos, en particular préstamos a empresas y crédito al consumo.

### **El principal indicador de la eficacia de la medida serán sus resultados en la mejora de las condiciones de financiación de los prestatarios finales en la economía real.**

Aunque una participación generalizada en las TLTRO II es un aspecto positivo, el volumen de liquidez adjudicado solo es uno de los criterios de valoración del probable éxito de la medida, como también ha demostrado la experiencia con las TLTRO I. De hecho, se espera que la mera disponibilidad de financiación a largo plazo a tipos de interés reducidos para las entidades de crédito a través de las TLTRO II (junto con las demás medidas de política monetaria vigentes) mejore las condiciones de financiación de las entidades de crédito en general y reduzca su coste de financiación en el mercado. Al igual que con las TLTRO I, se prevé que esta ventaja en costes se traslade a los prestatarios bancarios.

### **Todas las TLTRO II tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años desde su fecha de liquidación, con la posibilidad de reembolso voluntario al cabo de dos años.**

El largo plazo de vencimiento de las operaciones aportará seguridad de financiación a las entidades de contrapartida y les permitirá ajustar el vencimiento de su financiación al de los préstamos que financian el gasto en inversión real. Al mismo tiempo, la medida proporciona flexibilidad, ya que las entidades de contrapartida podrán reembolsar trimestralmente los fondos obtenidos en las TLTRO II una vez transcurridos dos años desde la liquidación de cada operación. Las entidades de contrapartida no estarán sujetas a la realización de reembolsos anticipados de carácter obligatorio, como podía ocurrir en las TLTRO I. Además, se ha introducido la posibilidad de efectuar un reembolso voluntario adicional en junio de 2016 para todas las operaciones TLTRO I vivas, justo antes de la liquidación de la primera TLTRO II. Esto permitirá a las entidades de contrapartida que participaron

<sup>4</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

en la serie anterior de TLTRO transferir los importes obtenidos entonces a las TLTRO II y de este modo beneficiarse de las condiciones más acomodaticias de la nueva serie de operaciones.

**El objetivo del mecanismo de fijación de precios de las TLTRO II es proporcionar incentivos a las entidades de crédito para que trasladen sus condiciones de financiación acomodaticias a los prestatarios finales.** El tipo de interés al que las entidades de contrapartida pueden obtener fondos en las TLTRO II depende de su perfil de concesión de crédito (véase gráfico A)<sup>5</sup>. El tipo de interés máximo de las TLTRO II se fijará para cada operación en el tipo de la operación principal de financiación (OPF) vigente en la fecha de adjudicación. Sin embargo, las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 supere un valor de referencia determinado —que depende de la política crediticia anterior de cada contrapartida, como se explica más adelante— se beneficiarán de un tipo de interés más bajo durante toda la vida de la operación. En concreto, el tipo aplicable a los fondos obtenidos en las TLTRO II podrá ser tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito vigente en la fecha de adjudicación para aquellas contrapartidas con resultados suficientemente buenos en términos de concesión de crédito. A las entidades de contrapartida se les aplicará este tipo si sus préstamos computables superan el valor de referencia, expresado en términos de saldos, en un 2,5% a 31 de enero de 2018. Hasta este límite, la reducción del tipo de interés se graduará linealmente en función del porcentaje en el que los préstamos computables de una entidad de contrapartida superen su valor de referencia, expresado en términos de saldos. Esto supone que todas las entidades de contrapartida que registraron una financiación neta computable positiva o mejores resultados en la concesión de crédito en comparación con el período de doce meses que acabó el 31 de enero de 2016 obtendrán financiación a un tipo más bajo que el tipo de las OPF aplicable en la fecha de adjudicación.

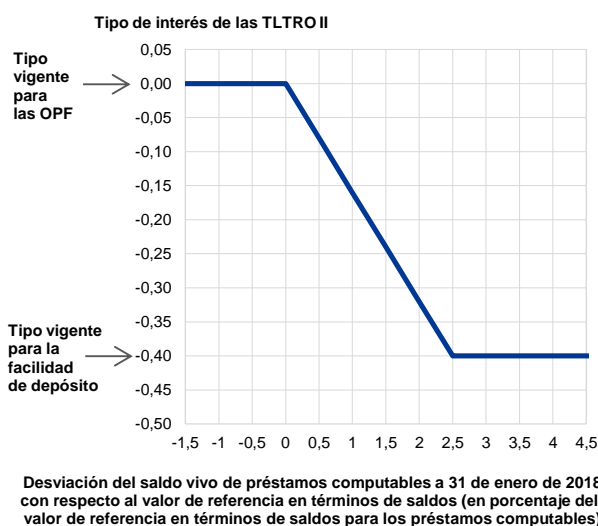
---

<sup>5</sup> Los detalles técnicos específicos de las TLTRO II, incluido el método de cálculo del tipo de interés aplicable, se especifican en el acto jurídico correspondiente.

## Gráfico A

### Ilustración del tipo de interés de financiación en las TLTRO II

(porcentajes anuales)



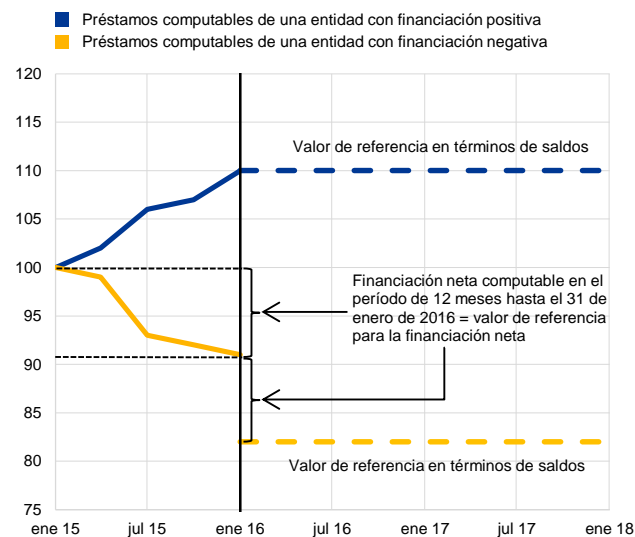
Fuente: BCE.

Notas: El gráfico sirve para ilustrar el tipo de interés de las TLTRO II con los tipos de interés oficiales vigentes actualmente. En el caso de operaciones efectuadas aplicando tipos de interés de las OPF y de la facilidad de depósito diferentes, dichos tipos se aplicarán según corresponda. Esta ilustración no incluye ajustes de los saldos vivos de préstamos, como los resultantes de titulaciones o de compras y ventas de préstamos.

## Gráfico B

### Ilustración del valor de referencia en las TLTRO II

(millones de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Esta ilustración no incluye ajustes de los saldos vivos de préstamos, como los resultantes de titulaciones o de compras y ventas de préstamos.

**Los valores de referencia de las entidades de contrapartida dependen de su perfil de concesión de crédito durante el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016.** Para las entidades de contrapartida que registraron una financiación neta computable positiva en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta se ha fijado en cero. Para las entidades de contrapartida con una financiación neta computable negativa en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta será igual a la financiación neta computable en ese período. En el gráfico B se ilustra el concepto de valor de referencia para la financiación mediante un ejemplo simplificado de una entidad de contrapartida con una financiación positiva durante el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, así como de una contrapartida que haya registrado una financiación negativa durante ese período. Para la entidad con financiación neta positiva (línea azul), el valor de referencia para la financiación neta es cero, de modo que el valor de referencia en términos de saldos es igual al saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016. En cambio, en el caso de la entidad de contrapartida con financiación neta negativa (línea amarilla), el valor de referencia para la financiación neta es igual a la financiación neta computable negativa durante ese período. Por lo tanto, el valor de referencia en términos de saldos que han de superar las entidades de contrapartida es igual al saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016 más la financiación neta (negativa) registrada en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016.



## Cuadro A

### Ejemplos simplificados de los valores de referencia en las TLTRO II

(millones de euros)

Entidad de contrapartida	Financiación neta computable 1 de febrero de 2015 – 31 de enero de 2016	Saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016	Valor de referencia para la financiación neta	Valor de referencia para el saldo vivo
A, B, C	50	1.000	0	1.000
D, E, F	-40	1.000	-40	960

Fuente: BCE.

**La aplicación de este mecanismo de fijación de precios se ilustra mediante algunos ejemplos simplificados<sup>6</sup>.** En el cuadro A se consideran los casos de tres entidades de contrapartida con financiación neta computable positiva en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016 (contrapartidas A, B y C) y tres con financiación neta computable negativa en ese período (contrapartidas D, E y F). A las contrapartidas A, B y C, que presentan un préstamo neto positivo en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, se les asigna un valor de referencia para la financiación neta igual a cero. En el caso de las contrapartidas D, E y F, que registraron una financiación neta computable negativa en los doce meses transcurridos hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta es igual a su financiación neta en ese período, es decir, -40 millones de euros en estos ejemplos.

En el cuadro B se supone que la entidad de contrapartida A registra una financiación neta positiva de 30 millones de euros en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. Por consiguiente, esta entidad de contrapartida supera su valor de referencia para el saldo vivo (que en el ejemplo asciende a 1.000 millones de euros) en un 3% y, en consecuencia, obtiene el tipo de interés más bajo posible, el -0,40%, esto es, el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (todos los ejemplos se basan en los tipos de interés actuales de las OPF y de la facilidad de depósito). La entidad de contrapartida B presenta una financiación neta negativa de -10 millones de euros. Esta entidad no cumple su valor de referencia para la financiación neta y, por lo tanto, se le aplicará el tipo máximo del 0,00%, es decir, el tipo de interés vigente para las OPF, a los fondos obtenidos en las TLTRO II. La entidad de contrapartida C tiene una financiación neta positiva, alcanzando así su valor de referencia para la financiación neta. No obstante, su financiación neta positiva por importe de 10 millones de euros hace que esta entidad supere su valor de referencia para el saldo vivo solo en un 1%, esto es, por debajo del 2,5% necesario para que se le aplique el tipo mínimo. En este caso, a la financiación obtenida por la entidad de contrapartida C en las TLTRO II se le aplicará un tipo del -0,16%, es decir, el 40% de la diferencia entre el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (-0,40%) y el tipo aplicado en las OPF (0,00%), reflejando el hecho de que esta entidad de contrapartida supera su valor de referencia en solo el 40% del importe necesario para que se le aplique el tipo más bajo posible.

<sup>6</sup> Téngase en cuenta que todas las cifras se han redondeado. El número exacto de decimales que debe utilizarse se especifica en el acto jurídico sobre las TLTRO II.

La entidad de contrapartida D registra una financiación neta de –10 millones de euros en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. Esta entidad supera su valor de referencia para el saldo vivo (que en el ejemplo asciende a 960 millones de euros) en un 3,1% y en consecuencia obtiene el tipo más bajo posible, el –0,40%. En cambio, la entidad de contrapartida E no cumple su valor de referencia para la financiación neta, ya que registra una financiación neta computable de –50 millones de euros en el período transcurrido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. En este caso, se aplicará el tipo de las OPF, el 0,00%. Por último, la entidad de contrapartida F presenta una financiación neta de –35 millones de euros, superando el valor de referencia para el saldo vivo solo en un 0,5%, es decir, el 20% del importe necesario para que se le aplique el tipo mínimo a los fondos obtenidos en las TLTRO II. En este caso, el tipo aplicado a la financiación recibida por la entidad de contrapartida F en las TLTRO II será el 20% de la diferencia entre el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (–0,40%) y el tipo aplicado en las OPF (0,00%), esto es, el –0,08%.

### Cuadro B

Ejemplos simplificados de la aplicación del mecanismo de fijación de precios en las TLTRO II

Entidad de contrapartida	Financiación neta computable 1 de febrero de 2016 – 31 de enero de 2018 (millones de euros)	Desviación porcentual del valor de referencia para el saldo vivo (porcentajes)	Tipo de interés de las TLTRO II (porcentajes anuales)
A	30	3,0	-0,40
B	-10	-1,0	0,00
C	10	1,0	-0,16
D	-10	3,1	-0,40
E	-50	-1,0	0,00
F	-35	0,5	-0,08

Fuente: BCE.

## Recuadro 4

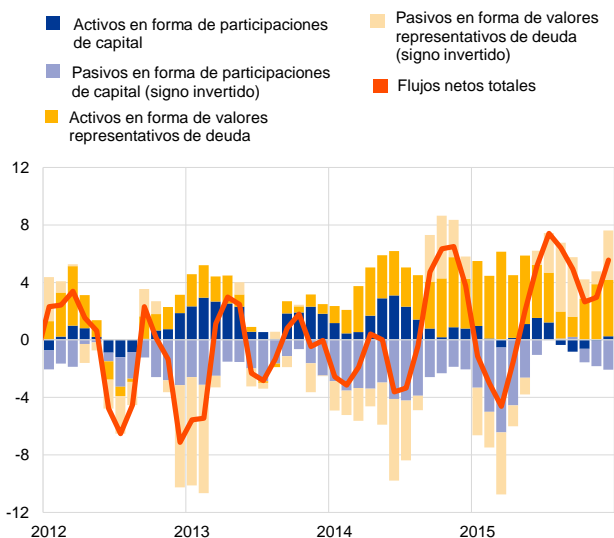
# Reequilibrio de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

En este recuadro se describe la evolución que han registrado recientemente los flujos de inversiones de cartera de la cuenta financiera de la zona del euro. Durante 2015, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro tuvo su reflejo, principalmente, en las salidas netas de inversiones de cartera registradas en la cuenta financiera de la balanza de pagos.

### Gráfico A

Detalle de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores extranjeros por parte de inversores de la zona del euro. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

En 2015 la zona del euro registró salidas netas de inversiones de cartera que obedecieron, en gran medida, a un reequilibrio hacia los valores de renta fija extranjera (véase gráfico A). Los inversores de la zona del euro incrementaron significativamente sus compras de valores representativos de deuda extranjera a partir de mediados de 2014 —cuando el BCE puso en marcha medidas generales de expansión crediticia—, hasta alcanzar niveles no observados desde el estallido de la crisis financiera mundial. Desde mediados de 2014, los residentes en la zona del euro han sido, de forma continuada, compradores netos de este tipo de valores, sobre todo de bonos a largo plazo. En el primer trimestre de 2015, cuando el BCE introdujo el programa de compras de valores públicos, los inversores extranjeros compensaron parcialmente estas salidas con considerables adquisiciones netas de valores de renta fija de la zona del euro. Sin embargo, posteriormente, los no residentes han vendido este tipo de valores en gran medida. El reequilibrio hacia los valores representativos de deuda extranjera está en consonancia con los diferenciales de tipos de interés persistentemente negativos de la zona del euro frente a otras economías avanzadas. Las compras netas de

participaciones de capital de la zona del euro por parte de inversores extranjeros, que han sido sustanciales en los últimos años, registraron su máximo nivel en el primer trimestre de 2015. A partir de entonces, las entradas de inversiones extranjeras materializadas en participaciones de capital de la zona del euro se redujeron, contribuyendo así al reequilibrio hacia las salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro. Las adquisiciones netas de valores de renta variable extranjera por parte de inversores de la zona del euro se contrajeron hasta situarse en niveles reducidos en 2015 y, por tanto, no contribuyeron significativamente a la evolución general de los flujos de inversiones de cartera.

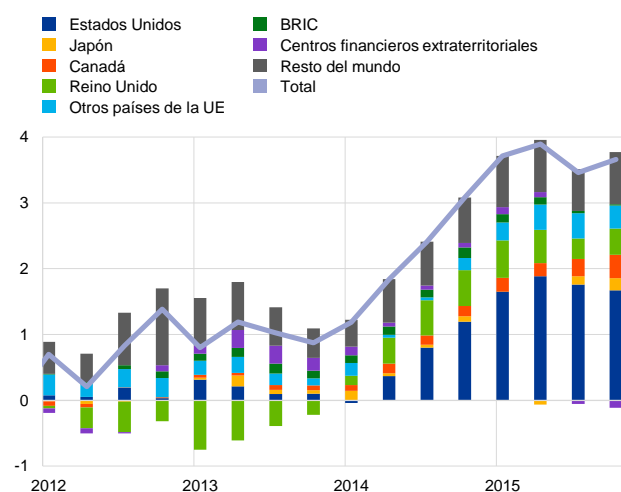
**La creciente inversión de la zona del euro en valores de renta fija extranjera se dirigió principalmente a otras economías avanzadas en 2015 (véase gráfico B).**

Alrededor del 45% de las adquisiciones netas de valores representativos de deuda extranjera por parte de inversores de la zona del euro en 2015 se dirigieron a Estados Unidos, seguido del Reino Unido (11%), otros Estados miembros de la UE (10%), Canadá (10%) y Japón (5%). Las compras netas por parte de residentes en la zona del euro de valores de renta fija emitidos por Brasil, China, India y Rusia se quedaron en gran medida sin fuelle en 2015, debido a la menor confianza de los inversores en estos mercados. Dado que no se dispone de información de los países de procedencia de los flujos de fondos extranjeros a la zona del euro, se obtiene evidencia indicativa a partir de las variaciones que registran las posiciones de inversiones extranjeras frente a la zona del euro, según la encuesta coordinada sobre inversión de cartera (CPIS, en sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional. Los datos muestran, en concreto, que los inversores de Japón, el Reino Unido y Dinamarca redujeron sus carteras de valores de renta fija de la zona del euro en la primera mitad de 2015<sup>1</sup>.

**Gráfico B**

Desagregación geográfica de las compras netas de valores de renta fija extranjera por parte de inversores de la zona del euro

(porcentajes del PIB de la zona del euro, medias de cuatro trimestres)

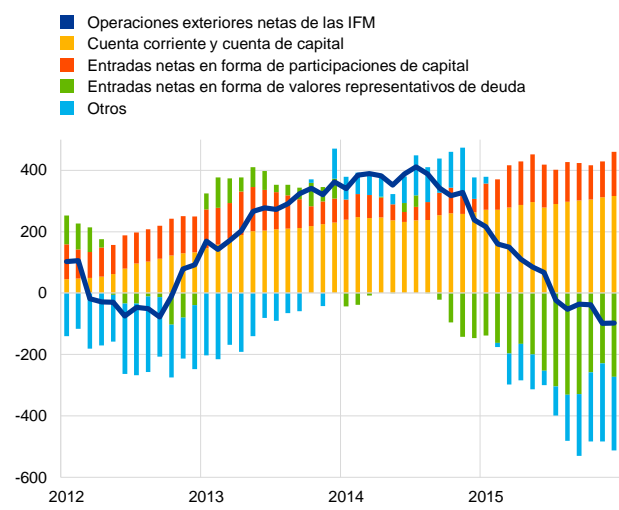


Fuentes: BCE y Eurostat.  
 Notas: «BRIC» corresponde a Brasil, China, India y Rusia; «Otros países de la UE» incluye a los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

**Gráfico C**

Presentación monetaria de la balanza de pagos

(sumas móviles de 12 meses de los flujos mensuales en mm de euros)



Fuente: BCE.  
 Notas: Un valor positivo representa entradas/aumento neto en el saldo de activos exteriores netos de las IFM. Todas las operaciones se refieren al sector tenedor de dinero. «Otros» incluye; entradas netas en inversiones directas y otras inversiones, operaciones en derivados financieros y discrepancias entre las estadísticas de la balanza de pagos y monetarias, así como errores y omisiones. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

**En el sector de instituciones financieras distintas de IFM, el reequilibrio de la cartera en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro lastró cada vez más la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro en 2015 (véase gráfico C).** La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM refleja las transacciones comerciales y los flujos

<sup>1</sup> Los datos disponibles más recientes de la CPIS se refieren al segundo trimestre de 2015.

financieros del sector tenedor de dinero. Según se observa en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las salidas netas de inversiones de cartera de este sector en forma de valores representativos de deuda tuvieron un impacto negativo en el crecimiento anual de M3 de la zona del euro en 2015. En cambio, los activos exteriores netos de las IFM siguieron viéndose respaldados por las transacciones de instituciones financieras distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro y, en menor medida, por las entradas netas en forma de participaciones de capital.

## Artículos<sup>1</sup>

# La desaceleración de las economías emergentes y sus implicaciones para la economía mundial

*En el siglo XXI, las economías emergentes han sido un importante motor del crecimiento mundial y de la demanda externa de la zona del euro. Sin embargo, desde 2010, su crecimiento ha seguido una tendencia a la baja. Esta moderación obedece, en parte, a factores estructurales como una acumulación de capital, unas ganancias de productividad y una integración del comercio internacional cada vez menores. Otros factores adversos son la atonía de la recuperación de las economías avanzadas –que ha frenado la demanda externa–, los descensos acusados de los precios de las materias primas –que han afectado especialmente al crecimiento de las economías exportadoras de estas materias–, y el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación a escala global desde 2013. Además, tras un período de políticas monetarias muy acomodaticias y de aumento de la deuda del sector privado, el margen de maniobra de estas políticas se ha reducido y las vulnerabilidades macroeconómicas han aumentado. La desaceleración de las economías emergentes ya ha frenado el crecimiento mundial y ha tenido un efecto adverso, aunque moderado, sobre las exportaciones de la zona del euro. Sin embargo, esta evolución se ha visto compensada en cierta medida por el impulso proporcionado a la renta disponible de los hogares por las caídas de los precios de las materias primas. De cara al futuro, los riesgos para las perspectivas de las economías emergentes continúan situados a la baja. Una nueva desaceleración pronunciada y de carácter generalizado de estas economías podría tener un impacto negativo considerable en las perspectivas económicas mundiales.*

## Introducción

**El menor crecimiento observado en las economías emergentes en los últimos años ha sorprendido a muchos expertos en previsión económica.** Esta

desaceleración ha sido pronunciada y ha afectado a numerosos países, aunque las causas subyacentes varían de unos a otros. Los obstáculos estructurales que lastran el crecimiento y los desequilibrios macroeconómicos limitan cada vez más el crecimiento potencial en algunos países, al tiempo que otros se están adaptando al descenso de los precios de las materias primas y al endurecimiento de las condiciones de financiación externa.

---

<sup>1</sup> En la versión en español solo se traduce una parte de los artículos.

**Las economías emergentes están desempeñando un papel cada vez más importante en la economía mundial.** Estas economías suponen casi dos terceras partes del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA). En consecuencia, una desaceleración generalizada de las economías emergentes podría representar un lastre significativo para el crecimiento a escala global.

**En este artículo se analizan las causas de la desaceleración de las economías emergentes y se realiza una valoración de las perspectivas económicas y de las implicaciones para la economía mundial y la zona del euro.** En la siguiente sección se presentan los factores adversos que han dificultado el avance de las economías emergentes en los últimos años. En la sección 3 se examinan los riesgos para las perspectivas económicas, con especial atención a la posible vulnerabilidad de estas economías ante un endurecimiento brusco de las condiciones de financiación externa en un contexto de creciente endeudamiento. En la última sección se aborda el papel de las economías emergentes en la economía mundial y se consideran los canales de transmisión a la zona del euro en caso de registrarse una desaceleración más pronunciada en dichas economías.

## Conclusiones

**De cara al futuro, es probable que el aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas de las economías emergentes siga representando un riesgo fundamental para la economía mundial.** El crecimiento potencial se ha debilitado en un contexto de acumulación de capital y ganancias de productividad cada vez menores, así como de tendencias demográficas desfavorables. Otros factores han tenido efectos negativos adicionales que se han traducido en la atonía de la demanda externa, en precios más bajos de las materias primas (que han afectado especialmente a los países exportadores de estas materias) y en el endurecimiento de las condiciones de financiación a escala global. Muchas economías emergentes se están adaptando a una nueva realidad. En varias de ellas, la desaceleración ha puesto de manifiesto problemas estructurales que limitan cada vez más el potencial de crecimiento; en otras, ha agudizado los desequilibrios macroeconómicos existentes. Es improbable que algunos de estos retos se superen rápidamente. El actual proceso de reajuste es necesario para garantizar un crecimiento sostenible a medio plazo, aunque posiblemente la senda de transición sea accidentada y los riesgos tenderán a situarse a la baja.

**La desaceleración de las economías emergentes ya ha tenido un importante efecto moderador sobre el crecimiento mundial y un impacto adverso – aunque modesto– sobre la actividad de la zona del euro.** La mayor debilidad de la demanda en las economías emergentes ha afectado negativamente a las exportaciones de la zona del euro. Sin embargo, los efectos adversos de la ralentización de estas economías se han visto compensados, en parte, por el impulso proporcionado a la renta real disponible por los descensos de los precios de las materias primas. De cara al futuro, los riesgos para las perspectivas

económicas de las economías emergentes siguen situados a la baja. Una nueva desaceleración pronunciada y de carácter generalizado de estas economías podría tener un impacto negativo considerable en las perspectivas económicas mundiales.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



# Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro

**En este artículo se analizan los factores económicos e institucionales que contribuyen a la reducción de los ratios de deuda pública en relación con el PIB desde los elevados niveles registrados en la zona del euro.** A tal fin, se examinan episodios anteriores de reducción de la deuda y se realiza una valoración de la regla sobre la deuda recogida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) reformado, como un ejemplo de estrategia de reducción de la deuda pública puesta en práctica.

## Introducción

**Muchos países de la zona del euro no aprovecharon las condiciones económicas favorables anteriores a la crisis para acumular colchones fiscales en previsión de futuras desaceleraciones.** Esto contribuyó a que la deuda pública aumentara con rapidez hasta alcanzar cotas elevadas tras el estallido de la crisis. Un hecho ampliamente reconocido es que un nivel alto de deuda pública hace que los países sean vulnerables a perturbaciones económicas y pueden frenar el crecimiento de diversas maneras. Por ello, la reducción de los niveles persistentemente elevados de deuda pública continúa siendo uno de los principales objetivos de la política económica. En consecuencia, en 2011 se reforzó el marco de gobernanza fiscal de la UE como una importante enseñanza de la crisis, entre otras acciones mediante la introducción de una regla sobre la deuda. Esta regla hace operativo el criterio de deuda del PEC previsto en el Tratado de Maastricht, que no se había aplicado de manera efectiva hasta entonces.

**La regla sobre la deuda del PEC es un factor limitador principalmente para los países con una deuda pública muy elevada.** Como consecuencia de los bajos niveles de crecimiento y de inflación, algunos de estos países han tenido dificultades recientemente para lograr el ajuste fiscal exigido con el fin de situar la deuda en la senda descendente adecuada, pese a la menor carga derivada de los pagos por intereses. Con este trasfondo, en este artículo se examina la experiencia en episodios anteriores de reducción de la deuda y se analiza la regla sobre la deuda del PEC como un ejemplo de estrategia de reducción de la deuda pública puesta en práctica.

**El artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se reflexiona sobre las ventajas de reducir ratios elevadas de deuda pública y se analizan los principales factores determinantes de experiencias satisfactorias recientes de disminución de la deuda. En la sección 3, en primer lugar se considera el aumento de los ratios de deuda pública hasta niveles elevados durante la crisis, antes de centrarse en la regla sobre la deuda del PEC y en su aplicación como un ejemplo de estrategia de reducción de la deuda puesta en práctica, y en la sección 4 se presentan algunas conclusiones.

## Conclusiones

**La reducción del sobreendeudamiento público de la zona del euro sigue siendo clave en la determinación de las políticas a implementar.** El nivel agregado de deuda continúa siendo superior al 90% del PIB, muy por encima del 60% del PIB establecido como valor de referencia en el Tratado. Los escenarios de deuda que se han presentado en este artículo muestran que un ajuste fiscal acorde con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento contribuiría, en diez años, a una reducción significativa de la ratio de deuda pública de la zona del euro y la aproximaría al nivel de referencia. Si no se adoptan medidas de este tipo en el ámbito fiscal, el ajuste a la baja de la deuda sería mucho más limitado, debido fundamentalmente a las crecientes presiones sobre el gasto asociado al envejecimiento de la población y al aumento del gasto por intereses.

**A escala de los Estados miembros, la convergencia hacia unas finanzas públicas saneadas y unos niveles sostenibles de deuda será esencial para conformar los colchones fiscales y aumentar la capacidad de resistencia de la economía.** El valor de referencia de reducción de la deuda del PEC —introducido en el contexto de las reformas contempladas en la legislación que conforma el denominado *six-pack* de 2011 para hacer operativo el criterio de deuda— constituye un marco adecuado para encauzar la disminución de unas ratios de deuda que en muchos Estados miembros todavía son muy elevadas. Al tiempo que este valor proporciona un criterio numérico para el ritmo de reducción de la deuda, tiene en cuenta expresamente las condiciones cíclicas y proporciona una flexibilidad adicional mediante la consideración de factores relevantes atenuantes que dificultan el ajuste exigido.

**La regla sobre la deuda del PEC se introdujo como una importante enseñanza de la crisis de la deuda soberana europea y debería aplicarse rigurosamente.** Hasta ahora, las desviaciones significativas de las disposiciones transitorias relativas a la regla sobre la deuda no han llevado a la apertura de procedimientos de déficit excesivo basados en el criterio de deuda porque se han tenido en cuenta factores relevantes atenuantes. De cara al futuro, se debería garantizar que no se produzcan demoras injustificadas en el cumplimiento de las exigencias de reducción de la deuda.

**La aplicación de la regla sobre la deuda ha de basarse en un marco metodológico adecuadamente definido y transparente para garantizar una aplicación homogénea en los distintos países y en el tiempo.** En particular, al evaluar el cumplimiento del criterio de deuda solo se deberían tener en cuenta factores relevantes cuantificables. Una cuantificación adecuada del impacto de los factores relevantes atenuantes y de su contribución a la insuficiencia de los ajustes con respecto a las exigencias de cumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda aumentará la transparencia del análisis subyacente. Esto se traduciría en un menor margen de discrecionalidad en la aplicación de la regla sobre la deuda, lo que favorecería una aplicación más eficaz.

**La experiencia adquirida en episodios anteriores de reducción de la deuda sugiere que la disminución de niveles elevados de deuda pública requiere medidas complementarias.** La política monetaria orientada a la estabilidad de

precios ya favorece la actividad económica, pero debería complementarse con más reformas estructurales eficaces para aumentar el potencial de crecimiento de la zona del euro. Además, los ajustes presupuestarios pueden contribuir de manera decisiva a que los países reduzcan la deuda pública. A tal fin, las políticas presupuestarias deberían seguir cumpliendo las reglas fiscales del PEC. Al mismo tiempo, todos los países deberían procurar que la composición de sus políticas presupuestarias impulse el crecimiento en mayor medida. Mediante la convergencia hacia niveles más bajos de deuda pública y la recomposición de los colchones fiscales, la zona del euro incrementará su capacidad de resistencia y su margen fiscal para hacer frente a perturbaciones económicas potencialmente adversas en el futuro.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2016

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 20 de abril de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)