

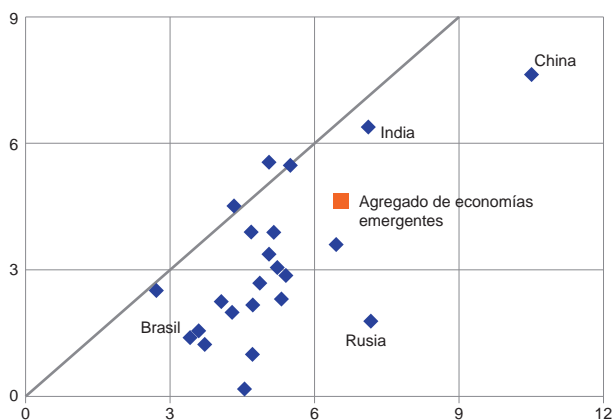
# Recuadro 1

## Causas de la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes

**Gráfico**  
Crecimiento del PIB en las economías emergentes

(tasas de variación interanual)

Eje de abscisas: crecimiento medio del PIB, 2000-2007  
Eje de ordenadas: crecimiento medio del PIB, 2012-2014



Fuente: Haver Analytics.

Notas: La muestra incluye a Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Sudáfrica, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. El agregado de economías emergentes es la media ponderada por el PIB de estos países.

### El crecimiento en las economías emergentes ha experimentado una desaceleración desde 2010.

Se espera que el crecimiento anual del PIB agregado de estas economías haya disminuido desde más del 7% en 2010 hasta alrededor del 4% este año, muy por debajo del ritmo de expansión observado a principios de la década de 2000. Esta desaceleración ha sido generalizada: en promedio, el crecimiento de 21 de las 23 principales economías emergentes ha sido más reducido en los tres últimos años que antes de la crisis financiera internacional, y en algunos países se ha ralentizado sustancialmente (véase gráfico). Las economías emergentes desempeñan un destacado papel impulsor de la economía mundial y como socios comerciales de la zona del euro.

Por lo tanto, una desaceleración más acusada del crecimiento de estas economías lastraría el crecimiento mundial y de la zona del euro. En este recuadro se analizan los factores determinantes de la desaceleración del crecimiento económico en las economías emergentes, entre los que se incluyen

la combinación de la moderación del crecimiento estructural en algunos de los países más importantes y factores cíclicos como el contagio de las debilidades de las economías avanzadas, unas condiciones de financiación externa cambiantes y el endurecimiento de las políticas nacionales.

**Uno de los componentes de la reciente desaceleración ha sido estructural.** El crecimiento potencial de las economías emergentes mantuvo una tendencia alcista antes de la crisis financiera internacional, impulsado por una intensa acumulación de capital y por aumentos de la productividad, así como por unas tendencias demográficas favorables, pero desde entonces se ha ralentizado.

**Los factores determinantes de las tendencias del crecimiento del producto potencial varían de unos países a otros.** En China, la acumulación de capital se ha moderado tras años de cuantiosas inversiones, que han dado como resultado un ligero exceso de capacidad y una ineficiente asignación de recursos, que han lastrado la productividad. Al mismo tiempo, la población en edad de trabajar lleva

descendiendo desde 2011. Las autoridades chinas han subrayado la necesidad de reequilibrar la economía para asegurar la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo. En Rusia, las tendencias demográficas desfavorables también están lastrando el crecimiento potencial. Además, la caída de los precios de la energía y las sanciones internacionales han reforzado los tradicionales obstáculos al aumento de la inversión y del crecimiento, como los cuellos de botella en las infraestructuras y un clima empresarial poco favorable, que han provocado salidas de capitales durante muchos años. En Brasil, el crecimiento potencial se ha deteriorado porque los precios más reducidos de las materias primas han afectado a exportaciones clave. Por otra parte, la baja productividad se ha visto reforzada con normativa sobre la inversión en infraestructuras y con reformas estructurales limitadas. En India, por el contrario, el crecimiento potencial ha mostrado mayor capacidad de resistencia porque el nuevo Gobierno ha tomado medidas para respaldar la actividad, por ejemplo mediante el aumento de la inversión pública en infraestructuras, la adopción de un régimen de objetivos de inflación, la eliminación de las subvenciones que generan distorsiones en los precios y la introducción de políticas para mejorar el clima empresarial<sup>1</sup>. Las tendencias demográficas también siguen favoreciendo un mayor crecimiento.

**Factores cíclicos, entre los que se incluye la debilidad del entorno exterior, también han sido responsables de la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes.** El crecimiento de las economías avanzadas ha estado falto de dinamismo a raíz de la crisis financiera internacional. Junto con la moderación del crecimiento en China, esto ha contribuido a que, desde 2011, la expansión del comercio internacional haya sido menor de lo habitual históricamente<sup>2</sup>, frenando la actividad económica en las economías emergentes como consecuencia. Más recientemente, algunas de estas economías exportadoras de materias primas han experimentado un deterioro considerable de su relación real de intercambio como resultado de la caída de los precios de estas materias, con descensos especialmente pronunciados de los precios de los productos energéticos y de los metales industriales. Por el contrario, las economías emergentes que importan materias primas se han beneficiado de los precios más bajos de la energía.

**El endurecimiento de las políticas nacionales también ha lastrado el crecimiento en algunos países.** En el período inmediatamente posterior a la crisis financiera internacional, las economías emergentes se beneficiaron de políticas nacionales de apoyo. Las políticas fiscales fueron expansivas, impulsadas por la fuerte expansión del gasto en inversión en China. La orientación de las políticas monetarias también fue acomodaticia, y los bajos niveles de los tipos de interés reales respaldaron el rápido crecimiento del crédito en varias economías emergentes. No obstante, más recientemente, algunos bancos centrales han elevado los tipos de interés como consecuencia del aumento de las presiones

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «El rápido ascenso de India en la economía mundial», *Boletín Económico*, Número 4, BCE, junio de 2015.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Entender la debilidad del comercio mundial», *Boletín Económico*, Número 3, BCE, abril de 2015.

inflacionistas tras la depreciación de sus monedas. Del mismo modo, las políticas fiscales se han endurecido en algunas economías emergentes porque las autoridades han tratado de reconstituir los márgenes de maniobra que se habían reducido después de la crisis.

**En cambio, el entorno de financiación externa ha seguido contribuyendo al crecimiento de las economías emergentes.** Para estas economías, las condiciones de financiación a escala mundial han sido favorables, en general, desde la crisis financiera internacional, ya que los bancos centrales de las economías avanzadas han aplicado políticas acomodaticias, manteniendo los tipos de interés en niveles reducidos y efectuando compras de activos a gran escala. En consecuencia, los flujos de capital a las economías emergentes siguieron siendo vigorosos en el período posterior a la crisis, con la excepción de los períodos de mayor aversión al riesgo durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y en 2013 a raíz de las especulaciones acerca de las intenciones de la Reserva Federal en materia de política monetaria.

**Sin embargo, es probable que el posible endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos afecte al entorno de financiación a escala mundial y puede plantear riesgos para las perspectivas económicas de las economías emergentes.** En el pasado, los episodios de endurecimiento de las condiciones de financiación en Estados Unidos y la apreciación del dólar estadounidense generalmente han estado asociados a un aumento de las turbulencias financieras en las economías emergentes. No obstante, en comparación con la situación en crisis anteriores, actualmente, la mayor parte de estas economías cuenta con marcos macroeconómicos más sólidos y regímenes de tipo de cambio más flexibles. Con todo, las especulaciones que hubo en 2013 en torno a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos generaron fuertes presiones vendedoras de activos de las economías emergentes. Los tipos de cambio se debilitaron con rapidez en algunos países, en particular en aquellos con fragilidades externas como elevados déficits por cuenta corriente o una fuerte dependencia de la financiación externa. Un riesgo es que el aumento de la deuda externa, especialmente el incremento de los pasivos en dólares estadounidenses, pueda hacer que algunas economías emergentes se tornen vulnerables a un deterioro sostenido de las condiciones de financiación a escala mundial.

**En general, se espera que el crecimiento de las economías emergentes continúe siendo más moderado que antes de la crisis financiera internacional y que los riesgos para el crecimiento sigan siendo a la baja.** El hecho de que las condiciones de financiación a nivel nacional e internacional sean menos acomodaticias sugiere que las economías emergentes seguirán creciendo al ritmo más moderado de los últimos años. El crecimiento potencial también se ha ralentizado, pese a algunos prometedores esfuerzos de reforma en varias de estas economías. Uno de los riesgos existentes de cara al futuro es que estas dificultades cíclicas y estructurales para la actividad económica puedan tener un efecto aún mayor del previsto actualmente. Las economías emergentes desempeñan un papel

destacado en la economía mundial (en términos de la paridad del poder adquisitivo representan el 60% del PIB mundial), y desde el año 2000 han contribuido, en promedio, a tres cuartas partes del crecimiento mundial registrado. Por consiguiente, una desaceleración más acusada del crecimiento en estas economías supondría un importante lastre para el crecimiento de la economía mundial y de la zona del euro (véase recuadro 5).

## Recuadro 2

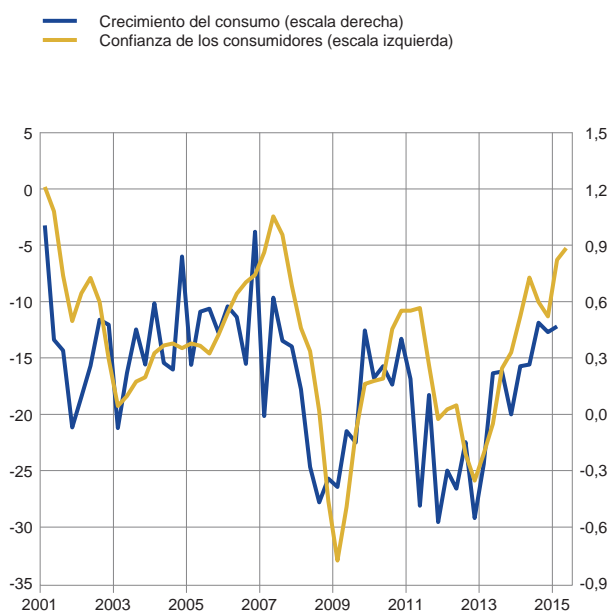
### ¿Predice la confianza de los consumidores la evolución del consumo privado?

**La confianza de los consumidores de la zona del euro ha aumentado de manera acusada desde finales de 2014.** Pese al ligero deterioro observado recientemente, la confianza de los consumidores de la zona del euro sigue siendo elevada (véase gráfico A). El repunte de la confianza parece estar relacionado con la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, así como con el incremento de la renta real disponible resultante del descenso de los precios de la energía<sup>1</sup>.

**Se dispone de evidencia de que la confianza de los consumidores anticipa el crecimiento del consumo.** El indicador de confianza de los consumidores está estrechamente relacionado con el crecimiento intertrimestral actual y futuro del

**Gráfico A**  
Confianza de los consumidores y crecimiento del consumo

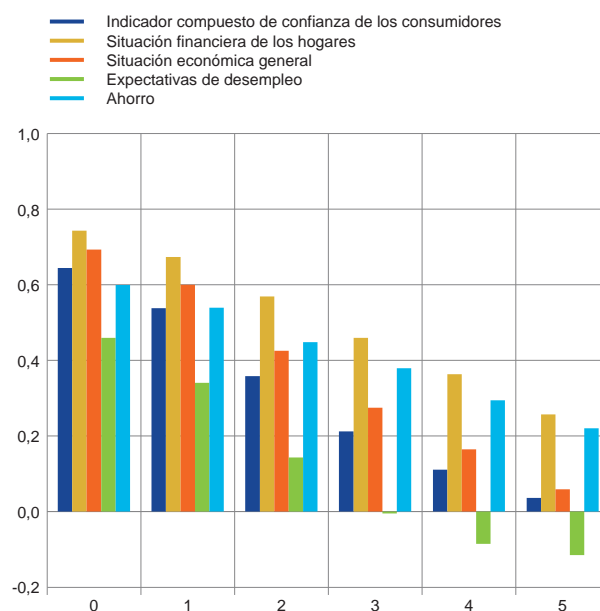
(tasas de variación intertrimestral; saldo de respuestas)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: La observación más reciente relativa a la confianza de los consumidores es el segundo trimestre de 2015 y la relativa al crecimiento del consumo el primer trimestre de 2015.

**Gráfico B**  
Correlación entre la confianza actual de los consumidores y el crecimiento actual y futuro del consumo

(eje de abscisas: trimestres de adelanto del crecimiento futuro del consumo)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: Las correlaciones se obtienen utilizando el crecimiento trimestral del consumo y el saldo de respuestas. El período muestral es 1996-2014.

<sup>1</sup> Véase «Factores que han estado impulsando la confianza de los consumidores», *Boletín Económico*, Número 3, BCE, 2015.

consumo (véase gráfico B). Aunque esta relación no implica una causalidad, muestra que la confianza de los consumidores es un indicador adecuado para analizar la evolución del consumo.

### **Algunas de las preguntas en las que se basa el indicador de confianza de los consumidores predicen la evolución del consumo mejor que el propio indicador**

<sup>2,3</sup>. La correlación con el crecimiento futuro del consumo de la pregunta sobre la situación financiera personal de los participantes en la encuesta es considerablemente mayor que la del indicador general de confianza, especialmente con varios trimestres de adelanto (véase gráfico B). Realmente parece intuitivo que las preguntas a nivel «micro» sobre la situación personal de los participantes en la encuesta pronostiquen mejor la evolución del consumo, ya que, normalmente, estos deberían estar mejor informados sobre su situación personal que sobre la situación macroeconómica general. El gráfico B muestra que las correlaciones entre las preguntas a nivel «micro» y el crecimiento del consumo siguen siendo relativamente elevadas incluso con varios trimestres de adelanto.

### **La evidencia empírica sugiere que los cambios en la confianza de los consumidores son principalmente un reflejo de información que también se incluye en los determinantes tradicionales del consumo.**

En términos generales existen dos puntos de vista diferentes sobre el papel de la confianza en la macroeconomía [los «*animal spirits*» (según el término originalmente usado por Keynes) frente a las «innovaciones en el conjunto de información»]. El primer punto de vista supone que las fluctuaciones autónomas de la confianza tienen un efecto causal en la actividad económica. El segundo punto de vista sugiere que la correlación entre los indicadores de confianza de los consumidores y el posterior aumento del consumo surge porque los indicadores de confianza contienen información fundamental sobre el estado actual y futuro de la economía, que también se refleja en otras variables macroeconómicas. La evidencia disponible para la zona del euro respalda principalmente el segundo punto de vista, esto es, que la capacidad predictiva de la confianza de los consumidores recoge información que también está disponible en los factores determinantes tradicionales del consumo. No obstante, dado que algunos de estos determinantes solo son observables con retraso, la confianza de los consumidores y sus subcomponentes realmente pueden proporcionar información de utilidad sobre la evolución futura del consumo<sup>4</sup>.

### **La confianza de los consumidores puede ser un importante indicador adelantado por su pronta disponibilidad para proporcionar información sobre el crecimiento actual y futuro del consumo.** Este indicador suele estar disponible

<sup>2</sup> Las cuatro preguntas que se utilizan para obtener el indicador de confianza de los consumidores son las relacionadas con las expectativas de desempleo, la situación económica general, su situación financiera personal y su capacidad personal de ahorro durante los próximos doce meses. Como las respuestas sobre el desempleo y la situación económica general varían considerablemente, reciben una ponderación mucho mayor en el indicador de confianza de los consumidores. Por consiguiente, no puede descartarse que determinadas preguntas de la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea pronostiquen mejor el crecimiento futuro del consumo que el citado indicador.

<sup>3</sup> Véanse A. Jonsson y S. Lindén, «The quest for the best consumer confidence indicator», *European Economy – Economic Papers*, n.º 372, 2009; y *Evaluation of the Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys*, Comisión Europea, 2012.

<sup>4</sup> Véase «Confidence indicators and economic developments», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2013.

varias semanas antes de que se disponga de datos sobre determinantes clave del consumo (como la renta disponible). Por consiguiente, la realización de un seguimiento de la confianza de los consumidores puede ser de utilidad para los responsables de la política económica.

## Recuadro 3

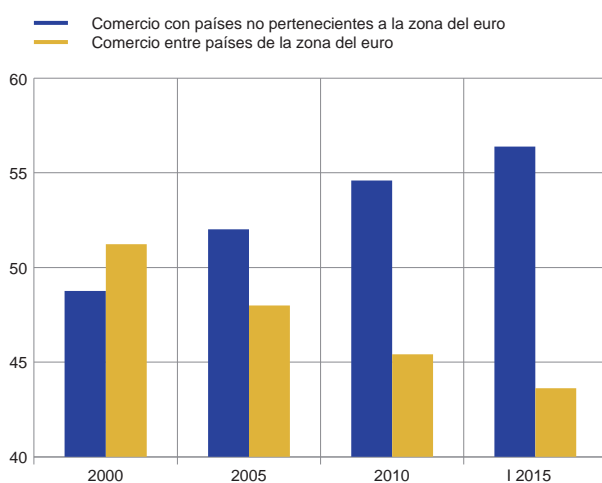
### Evolución reciente del comercio exterior de la zona del euro: el papel de las economías emergentes

**Durante los últimos quince años, el comercio exterior de la zona del euro ha desempeñado un papel cada vez más importante.** A principios de la década de 2000, el comercio entre los países de la zona del euro representaba la mayor parte del comercio total de la zona. En consecuencia, los intercambios comerciales dependían en gran medida de la evolución interna de la zona del euro. No obstante, desde mediados de la citada década, el comercio de la zona del euro ha aumentado su dependencia de la evolución mundial, debido a la mayor participación del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro en el comercio total de la zona, que fue superior al 55% en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico A). Esto refleja el intenso ritmo de globalización que han experimentado los intercambios comerciales desde el año 2000 y la incorporación de nuevos países a la Organización Mundial de Comercio, entre los que destaca China, lo que ha abierto nuevos mercados a los exportadores de la zona del euro.

**A diferencia de la demanda interna de la zona del euro, la demanda externa se ha recuperado con rapidez desde la crisis.** Desde 2009, la demanda interna de la zona del euro se ha visto moderada por los ajustes de los balances del sector privado, por los procesos de desapalancamiento de las entidades de crédito y por

**Gráfico A**  
Comercio entre países de la zona del euro y con países no pertenecientes a la zona del euro

(porcentaje del comercio total de la zona del euro)

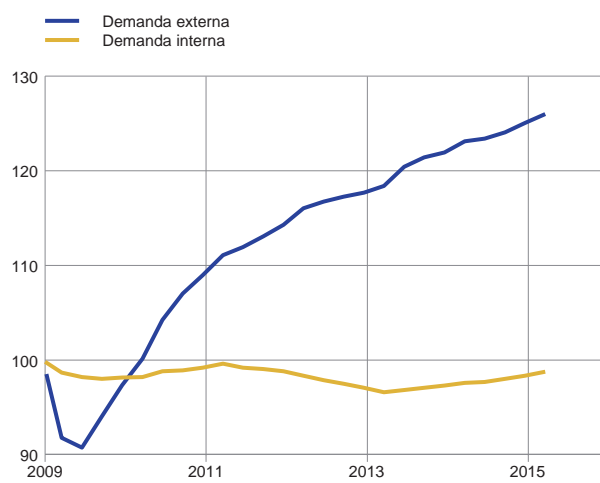


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Comercio» se refiere a las importaciones y a las exportaciones.

**Gráfico B**  
Demanda externa e interna

(índice: IV 2008 = 100)



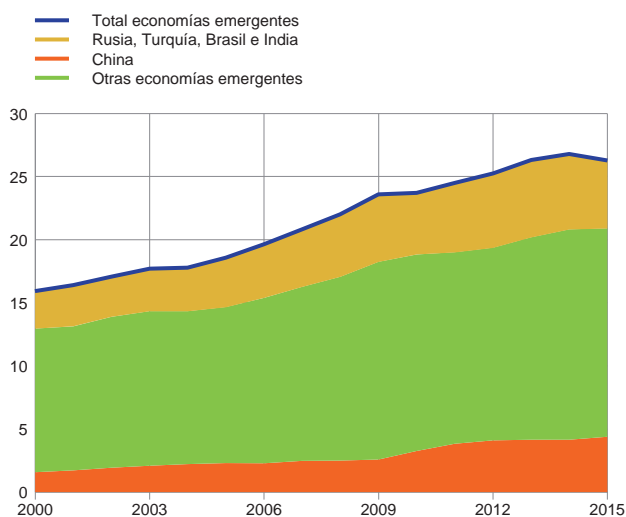
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



las restricciones de crédito, así como por unas condiciones de financiación restrictivas en algunos países de la zona del euro. Además, la crisis de la deuda soberana de 2012 aumentó la incertidumbre y tuvo efectos adversos en la confianza de los consumidores y en el gasto en inversión. Como consecuencia de estos factores adversos, aunque la demanda interna se incrementó, todavía no había retornado en el primer trimestre de 2015 a los niveles registrados antes de la crisis. En cambio, la demanda externa de la zona del euro se recuperó con rapidez después de la crisis (véase gráfico B), y actualmente es alrededor de un 25% superior a la registrada a finales de 2008. Con todo, la tasa de variación de la demanda externa de la zona del euro se ha moderado ligeramente desde principios de 2011, en consonancia con la desaceleración del crecimiento del comercio mundial.

### Gráfico C Exportaciones a economías emergentes

(porcentaje del total de exportaciones de la zona del euro)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional (Direction of Trade Statistics) y cálculos del BCE.

### Las exportaciones de la zona del euro a las economías emergentes han aumentado de forma sostenida.

La mayor parte de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro van destinadas a economías avanzadas de la Unión Europea o a otros países europeos. Además, aproximadamente el 14% del comercio exterior de la zona del euro es con Estados Unidos. Con el tiempo, el porcentaje de exportaciones a las economías emergentes del total del comercio exterior de la zona ha aumentado de forma sostenida, desde el 16% en 2000 hasta justo por encima del 25% en 2011 (véase gráfico C). Desde entonces, este porcentaje se ha mantenido prácticamente estable en torno al 26%. Entre estas economías, China es el principal destino de las exportaciones de la zona del euro, seguida de Rusia y Turquía.

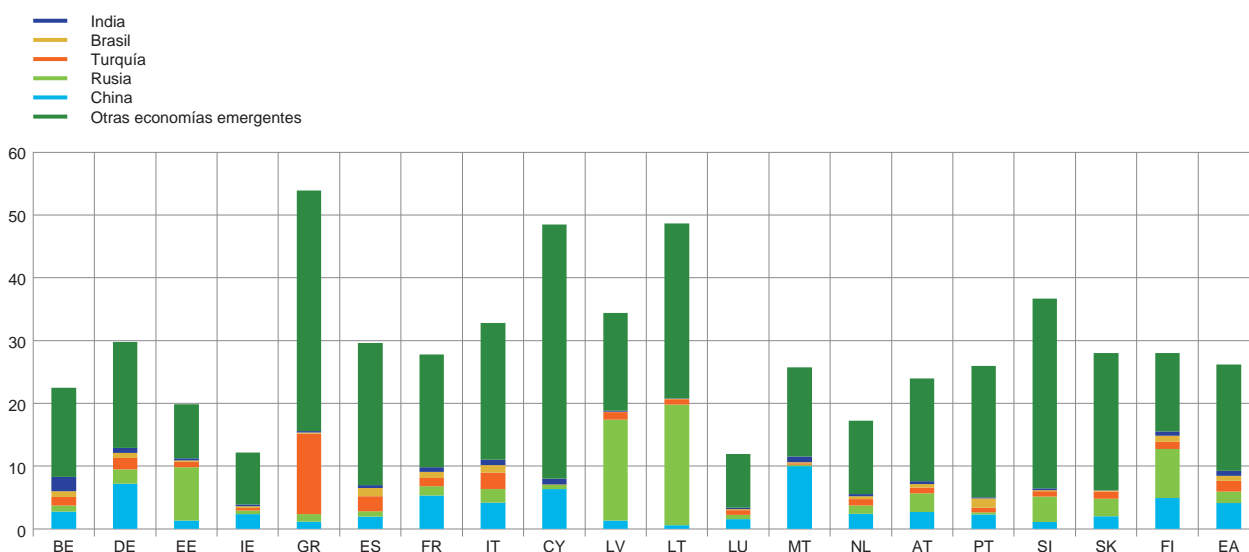
### El porcentaje de exportaciones de la zona del euro a los cinco principales socios comerciales del grupo

**de economías emergentes es de alrededor del 10%.** Por tanto, a escala de la zona del euro y de los distintos países, la exposición a los mercados de exportación de los cinco socios comerciales más importantes del grupo de economías emergentes (China, Rusia, Turquía, Brasil e India) no es desdeñable (véase gráfico D). Este es especialmente el caso de los países bálticos, Finlandia y Grecia. En el caso de los países bálticos y Finlandia, el comercio con Rusia representa en torno al 10% del total de sus exportaciones. En el de Grecia, las exportaciones a Turquía suponen el 13% del total de exportaciones. Para estas economías, una nueva desaceleración que afecte a alguno de sus principales socios comerciales de economías emergentes podría reducir las exportaciones y, con ello, frenar su propio crecimiento. Sin embargo, el alcance de una desaceleración en estos países de la zona del euro también dependería de la situación interna, así como de la capacidad de resistencia de sus sectores exportadores.

**Recientemente, la contribución de las economías emergentes al crecimiento de las exportaciones a países de fuera de la zona del euro ha disminuido.** Desde finales de

## Gráfico D Exposición a las economías emergentes a través de las exportaciones

(porcentaje del total de exportaciones en términos nominales en IV 2014)

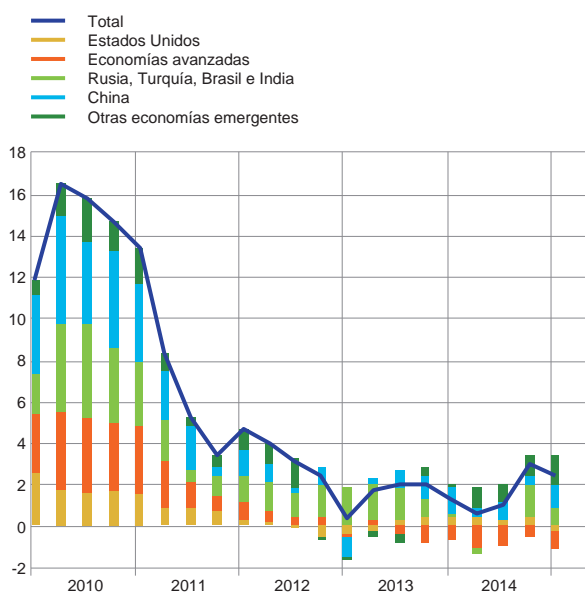


Fuentes: Fondo Monetario Internacional (Direction of Trade Statistics) y cálculos del BCE.

2013, la contribución de los cinco principales socios comerciales del grupo de economías emergentes al crecimiento de las exportaciones a países de fuera de la zona del euro ha sido negativa, fundamentalmente por la persistente debilidad de Rusia y Brasil. En el primer trimestre de 2015, la contribución de China al crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro pasó a ser negativa (véase gráfico E). Aunque el crecimiento en las economías emergentes se ha desacelerado, economías avanzadas como Estados Unidos y el Reino Unido han incrementado sus importaciones

## Gráfico E Exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro

(crecimiento interanual; contribuciones al crecimiento en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de la zona del euro, ya que la demanda interna de estos países se ha recuperado ligeramente. En consecuencia, el porcentaje de exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos ha aumentado durante los últimos tres años, pasando del 12% en 2012 al 14% en los primeros meses de 2015. No obstante, el aumento de la demanda de Estados Unidos y de otras economías avanzadas no ha compensado totalmente el menor ritmo de crecimiento de las economías emergentes observado desde principios de 2015. Los datos más recientes correspondientes a abril de 2015 indican que persiste la debilidad de las exportaciones a China, Rusia y Brasil. Al mismo tiempo, Estados Unidos continuó respaldando el crecimiento de las exportaciones a países de fuera de la zona del euro en abril.

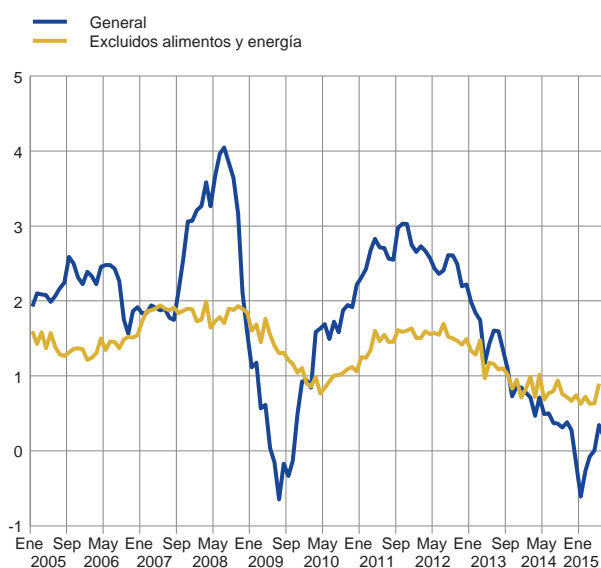
**Habida cuenta de la desaceleración registrada en las economías emergentes, la zona del euro tendrá que confiar en las economías avanzadas para impulsar el crecimiento de las exportaciones en el corto plazo.**

## Recuadro 4

### ¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?

**Gráfico A**  
Inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Hasta ahora, el giro que ha experimentado la inflación general medida por el IAPC desde febrero de 2015 se ha debido principalmente a los precios de la energía y de los alimentos, aunque, más recientemente, la inflación excluidos estos componentes también se ha incrementado. En el caso de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), que con frecuencia se utiliza para calibrar la evolución subyacente de la inflación, el giro es, sin embargo, menos claro. El IAPCX se situó en el 0,8% en junio, ligeramente por debajo del 0,9% de mayo, pero por encima del mínimo histórico del 0,6% registrado en marzo y abril (véase gráfico A). En este recuadro se considera el reciente repunte del IAPCX y otros indicadores para valorar si sugieren una recuperación de la inflación subyacente.

**Los datos más recientes que indican un aumento del IAPCX reflejan los efectos de una combinación de factores persistentes y temporales.** Los factores persistentes son aquellos que dan lugar a una variación duradera de la inflación, mientras que los factores temporales son los que solo provocan una variación transitoria, por ejemplo debido a efectos de calendario. Analizar los dos tipos de factores es importante para encontrar evidencia de que se ha producido un punto de inflexión. Algunos de estos factores pueden analizarse considerando el IAPCX general, mientras que para analizar otros conviene que se tenga en cuenta una desagregación del IAPCX en sus componentes, ya que la exposición de cada uno de estos a factores persistentes y temporales suele ser diferente.

**Los efectos indirectos de fluctuaciones pronunciadas de los precios del petróleo pueden hacer que la señal que proporciona el IAPCX sea menos clara.** Estos efectos indirectos a lo largo de los procesos de producción y de fijación de precios afectan a partidas de los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios del IAPCX. Por lo tanto, las fluctuaciones pronunciadas de los precios del petróleo pueden dar lugar a movimientos del IAPCX que no reflejarían una variación generalizada y sostenida de la inflación subyacente. Según estudios anteriores<sup>1</sup>, los

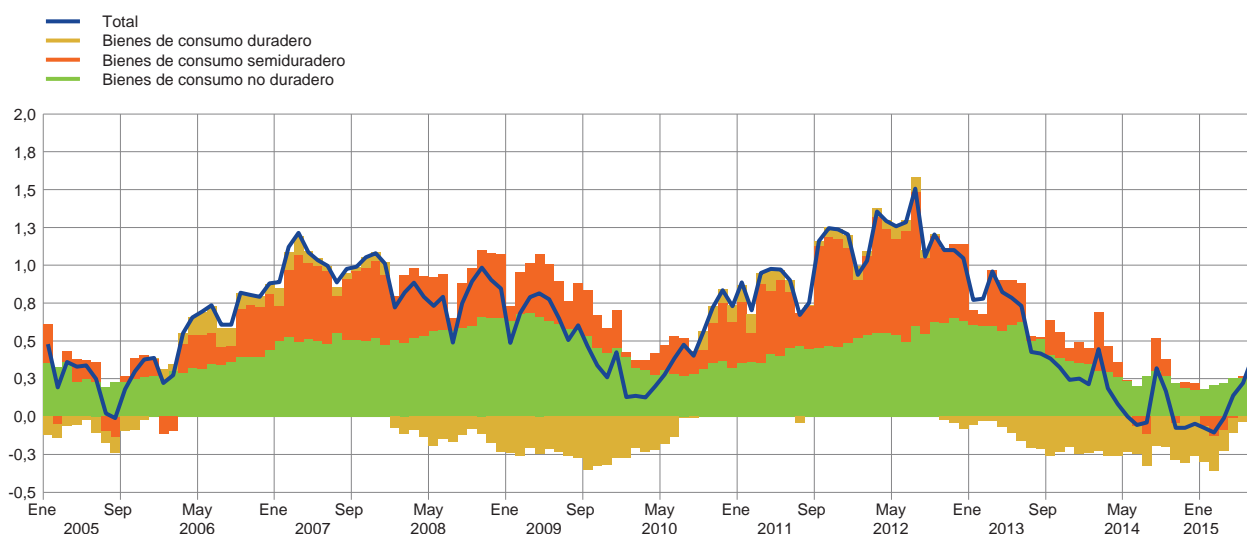
<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, «Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, Frankfurt am Main, junio de 2010.

efectos indirectos en el IAPCX derivados de variaciones de los precios del petróleo no suelen registrar un máximo hasta que transcurren dos años desde que se produce una perturbación y, por ello, su impacto es mucho más gradual que el de los efectos directos. Por consiguiente, en la coyuntura actual es probable que el acusado descenso de los precios del petróleo observado hasta enero de 2015 todavía esté ejerciendo un impacto a la baja en el IAPCX, y poco probable que la reversión parcial de este descenso en los últimos meses ya haya impulsado al alza el IAPCX. Esto significa que las cifras ligeramente más altas correspondientes al IAPCX de mayo y junio no se debieron a posibles efectos alcistas transitorios derivados de la evolución de los precios del petróleo.

**La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha aumentado de manera sostenida en los últimos meses, reflejando una recuperación de sus componentes menos volátiles.** Los repuntes observados anteriormente en la tasa de variación de los precios de estos bienes con frecuencia han estado impulsados por fluctuaciones transitorias de los precios de los bienes de consumo semiduradero, relacionadas con cambios en el calendario de las rebajas de prendas de vestir, así como en su intensidad, de un año a otro (como sucedió en febrero y agosto de 2014). Sin embargo, en la recuperación más reciente se han observado aumentos en cada uno de los cuatro últimos meses (pasando del -0,1% en febrero de 2015 al 0,3% en junio) y el avance ha sido relativamente generalizado para todos los componentes de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico B). El componente de bienes de consumo duradero ha sido el que más ha aumentado (1 punto porcentual desde noviembre de 2014), impulsado, en particular, por partidas como los precios de los automóviles y de los muebles. Estos incrementos son acordes con el crecimiento del consumo de bienes duraderos observado en los últimos trimestres y con la pronunciada subida de los precios

**Gráfico B**  
Inflación medida por el IAPC de los precios de los bienes industriales no energéticos y de sus componentes

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

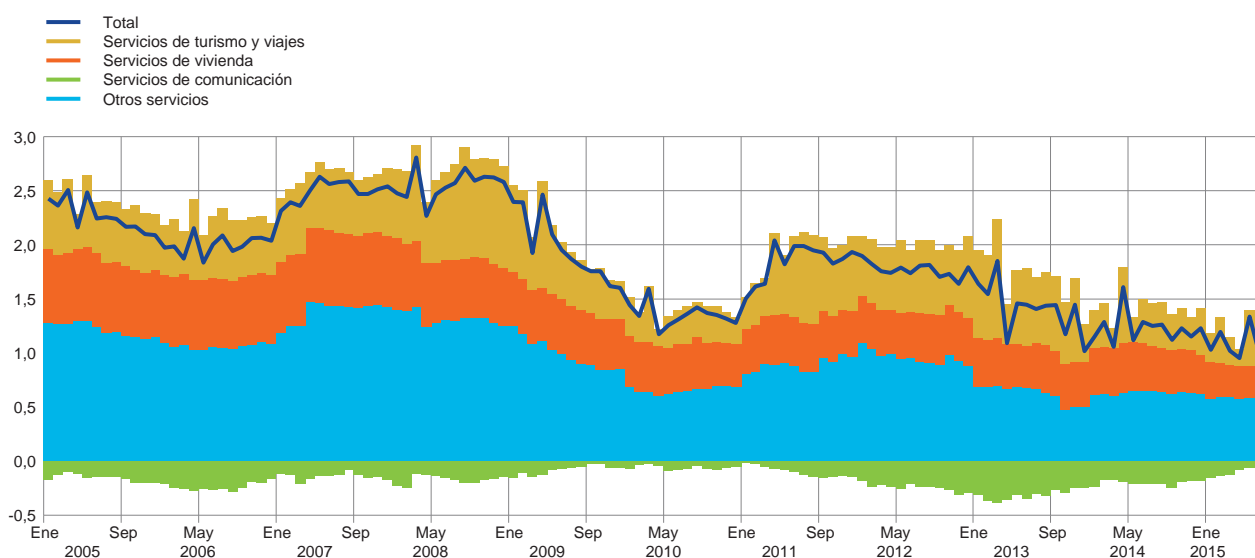
Nota: Los datos están ajustados de los cambios estadísticos en el cálculo de los precios de los productos estacionales introducidos en 2010 y 2011.

de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que ha seguido la depreciación del euro registrada en los últimos trimestres y en particular desde principios de año, y se prevé que se produzcan efectos alcistas adicionales.

**En cambio, las fluctuaciones observadas recientemente en la tasa de variación de los precios de los servicios solo han reflejado volatilidad, sin señales de recuperación de su componente más persistente.** Esto también se debe al hecho de que los componentes que suelen registrar una evolución más persistente están mostrando tendencias divergentes. La tasa de variación de los precios de los servicios de comunicación ha pasado a ser considerablemente menos negativa en los tres últimos trimestres, compensando, en líneas generales, la prolongada tendencia a la baja de la inflación de los servicios de vivienda. La tasa de variación de los precios de una parte importante de las restantes partidas, integradas en el componente «Otros», se ha mantenido prácticamente estable en niveles reducidos durante los 18 últimos meses. Las partidas más volátiles, es decir, las relacionadas con los servicios de turismo y viajes, fueron las que hicieron que la inflación de los servicios experimentara un repunte transitorio en mayo de 2015, ya que los precios de servicios como los billetes de avión y las vacaciones organizadas se vieron fuertemente influenciados por las distintas fechas de las vacaciones de Pentecostés en 2015 con respecto a 2014 (véase gráfico C).

### Gráfico C Inflación del IAPC de los servicios y de sus componentes

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



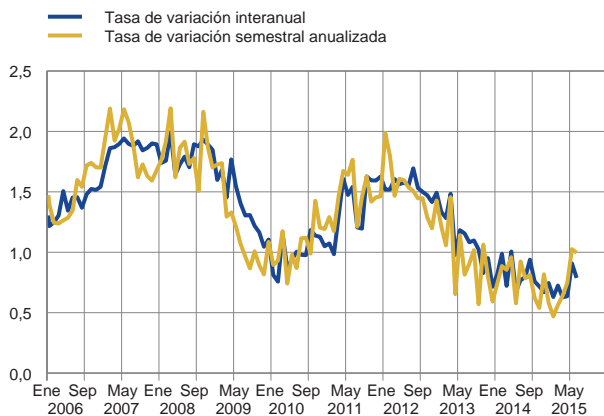
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Las medidas a corto plazo del IAPCX han mostrado un aumento más sostenido, pero teniendo en cuenta la volatilidad observada anteriormente solo proporcionan escasa evidencia de que se haya producido un punto de inflexión.** La identificación de puntos de inflexión mediante el análisis de las tasas de variación interanual en lugar de las variaciones intermensuales de los datos desestacionalizados conlleva el riesgo de que un repunte del nivel de precios se

## Gráfico D

### Medidas a corto plazo de la inflación del IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual; tasas de variación semestrales anualizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento anualizadas se basan en datos desestacionalizados.

haga evidente con retraso. No obstante, dado que las variaciones intermensuales tienden a ser muy volátiles y, por lo tanto, no pueden proporcionar señales claras, una medida intermedia, como la tasa de variación semestral anualizada del IAPCX, podría proporcionar señales más claras y con prontitud. Esta medida ha registrado un incremento relativamente persistente desde principios de año, aunque sigue mostrando una volatilidad considerable, por lo que resulta difícil determinar si el reciente repunte está relacionado con un verdadero punto de inflexión cíclico (véase gráfico D). Una manera más formal de determinarlo es aplicar una medida que suele utilizarse para analizar el ciclo económico, la medida de los «meses de dominancia cíclica»<sup>2</sup>. Aplicada a las variaciones semestrales anualizadas del IAPCX, esta medida sugiere que, en promedio, se debe observar una evolución en una dirección determinada durante

un período de siete a ocho meses para que la señal procedente del componente cíclico domine sobre las fluctuaciones más erráticas a corto plazo de la serie. Esto implica que el reciente repunte debe considerarse con cierta cautela, en especial si se tienen en cuenta los recientes efectos de calendario mencionados anteriormente.

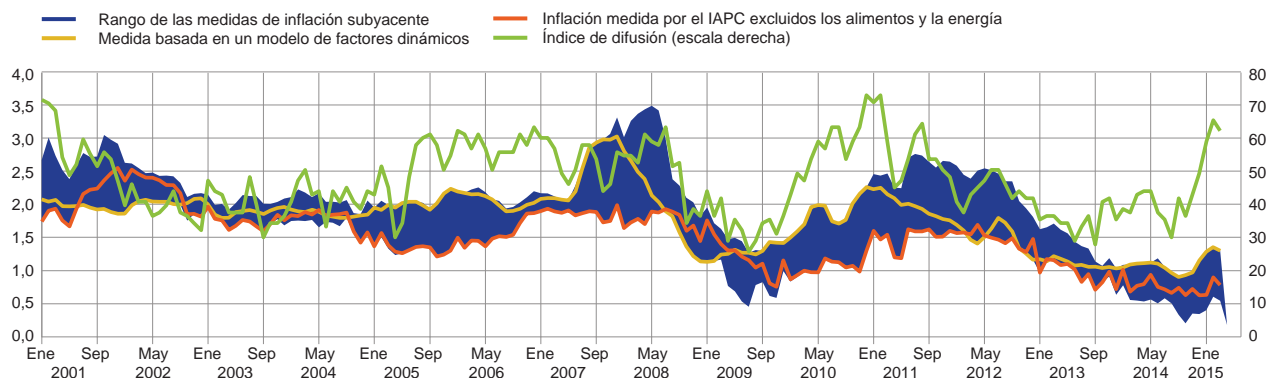
**Otras medidas de la inflación subyacente también se han incrementado en consonancia con el IAPCX y algunas han aumentado de manera significativa en los últimos meses.** El IAPCX sigue incluyendo componentes volátiles, como las vacaciones organizadas, que dificultan la identificación de la señal en un momento determinado. Para determinar si el repunte del IAPCX es más generalizado es importante contrastar su evolución con la de otras medidas de la inflación subyacente. Aparte de las medidas que siempre excluyen las mismas partidas, otras excluyen partidas basándose en criterios estadísticos (es decir, medias truncadas que no tienen en cuenta el impacto de partidas concretas con las tasas de inflación más elevadas y más bajas) o utilizan técnicas econométricas para extraer el componente común del conjunto de series individuales de precios. Si se considera un amplio conjunto de medidas, en junio de 2015 todos los indicadores<sup>3</sup> se situaron en niveles más elevados que en marzo de 2015 (véase gráfico E). Además, otras dos medidas registraron un incremento sustancial con respecto a los niveles de principios de año. La primera se basa en un modelo de factores dinámicos que recoge los factores comunes y persistentes de las tasas de inflación en distintos

<sup>2</sup> Para una explicación más detallada de cómo se calculan las medidas de los «meses de dominancia cíclica», véase el recuadro titulado «Identificación de las señales cíclicas obtenidas de los indicadores económicos de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

<sup>3</sup> Las medidas basadas en la exclusión permanente de componentes incluyen las siguientes: inflación medida por el IAPC excluida la energía, inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, e inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía. Las medidas estadísticas basadas en la exclusión de componentes incluyen las siguientes: medias truncadas al 10% y al 30% y mediana (media truncada al 100%).

## Gráfico E Medidas de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El índice de difusión se calcula en porcentaje de las partidas individuales del IAPC cuya tasa de variación interanual se ha incrementado en los tres últimos meses.

países y partidas del IAPC<sup>4</sup>, e históricamente ha mostrado propiedades de indicador adelantado del IAPCX. Otra medida es un índice de difusión, que trata de captar la medida en que las variaciones de la tasa de inflación son generalizadas más que debidas a un número limitado de partidas. Este indicador muestra que, en comparación con enero de 2015, se ha producido un aumento considerable de la proporción de partidas del IAPC (sin ponderar por el peso de cada una de ellas en el índice) cuya tasa de variación interanual se ha incrementado en los tres últimos meses.

**En conjunto, las medidas y los indicadores disponibles de la inflación subyacente han aumentado con respecto a sus niveles más bajos, en consonancia con la evolución del IAPCX prevista en las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema.** Estas proyecciones prevén un fortalecimiento gradual del IAPCX durante 2015, reflejo del impacto de la menor sensibilidad de los salarios y beneficios al grado de holgura de la economía, junto con la depreciación del tipo de cambio del euro y los efectos indirectos de las subidas previstas de los precios de las materias primas. No obstante, sobre la base de los resultados observados hasta ahora, todavía es demasiado pronto para identificar un punto de inflexión en la inflación subyacente desde el punto de vista estadístico. Es necesario disponer de más datos para que la señal de que se ha producido dicho punto de inflexión sea suficientemente fuerte.

<sup>4</sup> Este indicador se obtiene de la metodología introducida en R. Cristadoro, M. Forni, L. Reichlin y G. Veronese, «A Core Inflation Indicator for the Euro Area», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 37, 2005, pp. 539-560.

## Recuadro 5

### El impacto de los tipos de interés a corto plazo negativos en el sector de fondos del mercado monetario

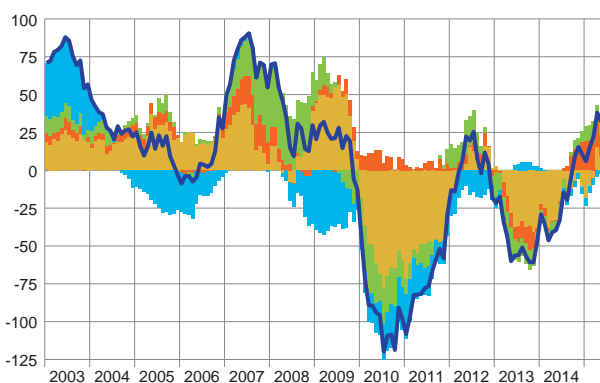
**El prolongado período de niveles reducidos y, recientemente negativos, de los tipos de interés a corto plazo plantea retos para el sector de fondos del mercado monetario (FMM)<sup>1</sup>.** Sin embargo, aunque la baja rentabilidad modera la demanda de estos fondos y reducen el tamaño total del sector, parece que la situación se ha estabilizado desde mediados de 2014 y se han observado flujos positivos en las tenencias de participaciones en FMM incluidos en M3. En este recuadro se describe la evolución reciente del sector y se analizan los cambios registrados en la rentabilidad de estos fondos en un entorno de tipos de interés reducidos.

#### Gráfico A

Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario de la zona del euro incluidos en M3

(mm de euros; flujos interanuales; no IFM de la zona del euro excluida la Administración Central)

- Zona del euro
- Francia
- Irlanda
- Luxemburgo
- Otros países de la zona del euro



Fuente: BCE.

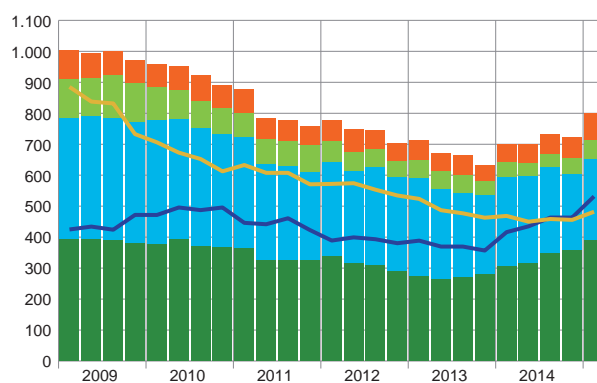
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015.

#### Gráfico B

Activos y pasivos de los fondos del mercado monetario de la zona del euro por sector de contrapartida y área

(mm de euros; saldos vivos)

- Tenencias de participaciones en FMM por no residentes en la zona del euro (pasivos)
- Tenencias de participaciones en FMM por residentes en la zona del euro (pasivos)
- Valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro (excluidas IFM) (activos)
- Valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro (activos)
- Valores representativos de deuda emitidos por las IFM de la zona del euro (activos)
- Valores representativos de deuda emitidos por no residentes en la zona del euro (activos)



Fuente: BCE.

Notas: Las barras indican las tenencias de valores representativos de deuda por parte de los FMM, mientras que las líneas indican los pasivos de los FMM. La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015.

<sup>1</sup> El BCE define los fondos del mercado monetario como instituciones de inversión colectiva que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario y/o en otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, y/o que tratan de obtener una rentabilidad próxima a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.



### Las emisiones de participaciones por parte de los FMM de la zona del euro dirigidas al sector tenedor de dinero de la zona han aumentado desde mediados de 2014 tras un prolongado descenso.

El gráfico A muestra que los flujos interanuales de participaciones en fondos del mercado monetario emitidas al sector tenedor de dinero de la zona del euro se incrementó, pasando de -33 mm de euros a finales de junio de 2014 a 32 mm de euros a finales de mayo de 2015. El gráfico se centra en la evolución en Francia, Irlanda y Luxemburgo ya que estos países representan más del 95% de los activos totales de todos los FMM de la zona del euro. El gráfico muestra que, en general, los flujos interanuales han aumentado en todos los países desde mediados de 2014 y han sido positivos, en términos agregados, desde principios de 2015, contribuyendo al crecimiento de M3.

### De los principales activos y pasivos de los FMM residentes en la zona del euro, las emisiones de participaciones a no residentes en el segundo semestre de 2014 fueron superiores a las emisiones dirigidas a residentes, coincidiendo con un incremento de las tenencias de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de los FMM en este período (véase gráfico B).

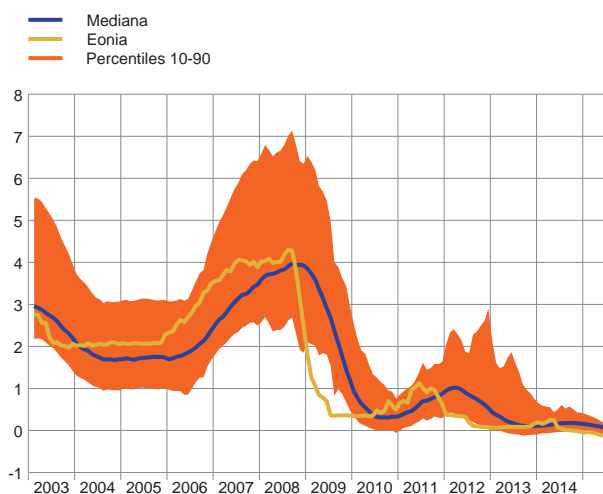
Los FMM de Irlanda y Luxemburgo se centran principalmente en no residentes en la zona del euro mientras que, en Francia, este sector desarrolla básicamente una función de intermediación interna. Las tenencias de los FMM de valores representativos de deuda emitidos por las IFM de la zona del euro se redujeron desde 280 mm de euros a finales del segundo trimestre de 2014 hasta 263 mm de euros a finales del primer trimestre de 2015. Aunque esta evolución es básicamente acorde con la contracción general de las emisiones de este tipo de valores por las IFM durante este período, el porcentaje actual del saldo vivo de valores representativos de deuda emitidos por las IFM en manos de los FMM

(alrededor del 6%) sigue siendo inferior a los niveles registrados hasta 2010 (en torno al 8%), lo que indica que la importancia de los FMM para la financiación de las IFM de la zona del euro ha disminuido.

#### Gráfico C

#### Rentabilidad total de los fondos del mercado monetario de la zona del euro

(rentabilidad total interanual)



Fuentes: Bloomberg, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La muestra incluye 518 fondos, todos denominados en euros. La rentabilidad total tiene en cuenta la revalorización y los dividendos reinvertidos. La observación más reciente corresponde a junio de 2015.

### La contracción observada en el sector de FMM desde 2009 coincide con la disminución de la rentabilidad ofrecida para estos fondos durante ese período (véase gráfico C).

Aunque la mediana de la rentabilidad todavía es ligeramente positiva, una parte sustancial de FMM está obteniendo rentabilidades negativas. A finales de junio de 2015, el 22% de los fondos registraban rentabilidades negativas, aunque solo representaban alrededor del 5% de los activos totales, lo que sugiere que los fondos más grandes tienden a ofrecer rentabilidades más elevadas.

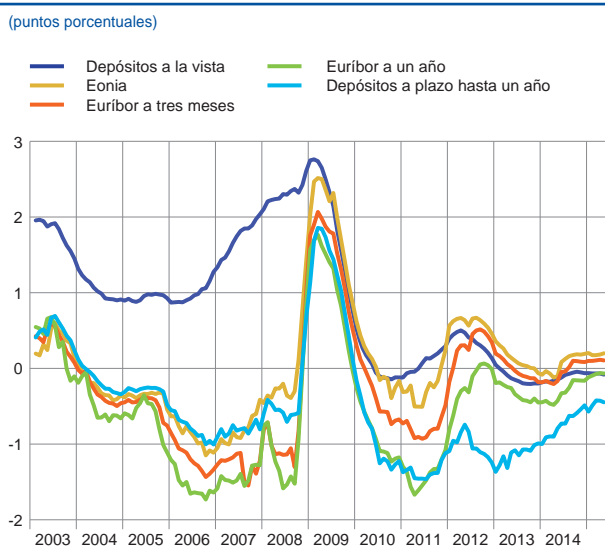
### La mediana de la rentabilidad se ha mantenido relativamente estable desde finales de 2013 y de hecho ha aumentado si se compara con los tipos

**de interés aplicados a instrumentos de inversión similares.** Por ejemplo, desde la introducción de tipos de interés negativos para los depósitos a mediados de 2014, la rentabilidad de los FMM ha sido superior a la del eonia y el euríbor a tres meses y la diferencia entre la rentabilidad de los FMM y los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año ha disminuido de manera sostenida desde 2013 (véase gráfico D).

**No se dispone de evidencia clara de que los FMM hayan tratado de aumentar la rentabilidad ampliando el vencimiento de sus inversiones.** El gráfico E muestra las tenencias de valores con vencimiento inicial de más de un año en porcentaje del total. Estos datos generales no permiten realizar un análisis en profundidad de los cambios en la vida o el vencimiento residual de las tenencias de valores por parte de los FMM pero permiten dar alguna indicación de las tendencias en las distintas clases de valores. El gráfico muestra que los FMM de la zona del euro redujeron sus tenencias de valores representativos de deuda a más de un año entre 2008 y 2013, cuando aumentaron ligeramente. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2014, después de que el tipo de interés aplicado por el BCE a la facilidad de depósito pasó a ser negativo, no se han registrado cambios importantes en lo que respecta al vencimiento inicial de los valores representativos de deuda que mantienen. Es importante recordar que existe normativa sobre el vencimiento medio ponderado de los valores que se permite tener a los FMM y, por consiguiente, su capacidad para ajustar el vencimiento de sus valores puede ser limitada. En general no se ha observado una ampliación perceptible del vencimiento inicial de los valores mantenidos por los FMM desde que el tipo de interés de la facilidad de depósito pasó a ser negativo.

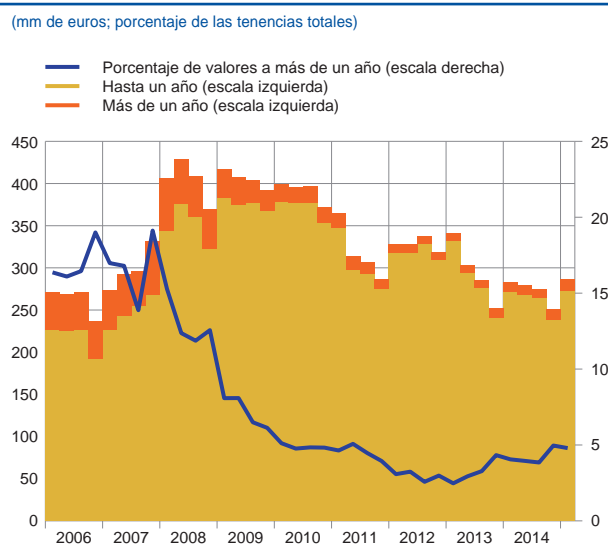
**En conclusión, el entorno sigue siendo complejo para el sector de FMM de la zona del euro aunque parece que su evolución se ha estabilizado.** No obstante,

**Gráfico D**  
Rentabilidad de los fondos del mercado monetario de la zona del euro en comparación con otros tipos de interés



Fuentes: Bloomberg, BCE y cálculos del BCE.  
Notas: Expresada como la mediana de la rentabilidad total de los fondos del mercado monetario de la zona del euro menos el tipo de interés respectivo. La observación más reciente corresponde a mayo de 2015.

**Gráfico E**  
Tenencias de los FMM de valores representativos de deuda con vencimiento inicial hasta un año y más de un año



Fuente: BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015.

la importancia de los FMM para la financiación de las IFM de la zona del euro ha disminuido. Los recientes aumentos de las emisiones y, en consecuencia, de los activos, han estado impulsados fundamentalmente por contrapartes de fuera de la zona del euro. Es probable que la estabilización de las emisiones en lo que respecta a residentes en la zona del euro se deba a los rendimientos relativamente estables obtenidos por estos fondos el año pasado, especialmente en el contexto de la disminución de los tipos de interés de instrumentos de inversión comparables. Un análisis del plazo de vencimiento inicial de los valores representativos de deuda mantenidos por los FMM indica que no ha habido cambios perceptibles. Esto sugeriría que los FMM han afrontado el entorno de tipos de interés reducidos aprovechando el ajuste en curso de los precios relativos y de la rentabilidad de forma generalizada, en lugar de cambiar su modelo de negocio.

