

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**El examen de datos recientes, las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y una evaluación provisional de las recientes fluctuaciones observadas en el mercado apuntan a una continuación de la recuperación económica en la zona del euro, aunque a un ritmo algo más débil, y a un aumento de las tasas de inflación más lento de lo esperado.**

El cambio en las perspectivas obedece en gran medida a factores externos. La economía mundial está creciendo gradualmente, aunque todavía de forma desigual. Por una parte, la actividad económica de las economías avanzadas se está viendo favorecida por los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias, un ritmo más lento de consolidación fiscal y una mejora de los mercados de trabajo. Por otra parte, las perspectivas de las economías emergentes se han deteriorado en un contexto de mayor incertidumbre, dado que los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos están frenando el crecimiento en algunos países, mientras que otros se están ajustando a unos precios de las materias primas más reducidos y a unas condiciones de financiación externa menos favorables. En paralelo, las presiones inflacionistas se han visto atenuadas por la caída de los precios de las materias primas.

**Asimismo, han surgido nuevos riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento e inflación, como consecuencia del reciente aumento de la volatilidad de los mercados financieros.** Durante el verano se han registrado dos episodios significativos de intensificación de las tensiones. El primero estuvo vinculado con los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales de junio y principios de julio y, en conjunto, su impacto en los mercados financieros fue relativamente débil. El segundo episodio se produjo en la segunda quincena de agosto y estuvo relacionado con los acontecimientos en China. Este último tuvo un impacto considerable en los mercados bursátiles y cambiarios, así como en las percepciones de riesgo. En conjunto, los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyeron ligeramente entre principios de junio y comienzos de septiembre. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro cayeron notablemente, en especial dado el entorno de pérdidas en el mercado de renta variable chino en la segunda mitad de agosto y el correspondiente aumento de la incertidumbre a nivel global. En este contexto de mayor aversión al riesgo y debilidad de los mercados emergentes, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado de forma significativa recientemente.

**El PIB real de la zona del euro creció en el segundo trimestre de 2015 a un ritmo ligeramente más lento que en el primer trimestre.** El ritmo de avance en el segundo trimestre fue algo menor de lo previsto. Esta moderación, debida a una

demanda interna más débil de lo esperado, fue generalizada en los distintos países. Los indicadores de opinión más recientes sugieren que la tasa de crecimiento del PIB real en la segunda mitad de 2015 será similar a la registrada en el segundo trimestre.

**De cara a un futuro más lejano, se espera que la recuperación de la zona del euro continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo previsto.** Esta evolución refleja, en particular, la desaceleración de las economías emergentes, que está lastrando el crecimiento mundial y, por tanto, la demanda de exportaciones de la zona del euro. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiación, así como por los avances realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, el descenso de los precios del petróleo debería respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales, prestando un apoyo adicional al consumo privado y la inversión. Al mismo tiempo, es probable que los ajustes necesarios de los balances en distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales frenen la recuperación de la actividad.

**Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup> prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,4% en 2015, el 1,7% en 2016 y el 1,8% en 2017.** Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, debido fundamentalmente a la caída de la demanda exterior como resultado del crecimiento más débil de las economías emergentes. En la valoración del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de la actividad económica continúan situados a la baja, como consecuencia, en particular, del aumento de la incertidumbre acerca del entorno exterior. En particular, la evolución actual de las economías emergentes podría influir más negativamente en el crecimiento mundial a través de sus efectos sobre el comercio y la confianza.

**Tras seguir una tendencia alcista en meses anteriores del año, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas recientemente.** Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en una tasa del 0,2% en agosto por tercer mes consecutivo. Aunque los bajos precios de la energía frenaron la inflación, este efecto se vio compensado por mayores incrementos en el ritmo de avance de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos. Los indicadores más recientes confirman un fortalecimiento gradual de la inflación subyacente. Se estima que el IAPC excluidos la energía y los alimentos pasó de un mínimo del 0,6% a principios de año al 1% en agosto.

---

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

**Sobre la base de la información disponible, la inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy reducidos a corto plazo, como reflejo, principalmente, de la evolución reciente de los precios de la energía.** No obstante, se espera que la inflación aumente hacia el final de 2015, debido también a efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando durante 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, la transmisión de anteriores depreciaciones del euro y el supuesto de unos precios del petróleo ligeramente más altos en los próximos años, como reflejan los mercados de futuros del petróleo. No obstante, en este momento se espera que dicho aumento de las tasas de inflación anual sea algo más lento de lo previsto hasta ahora.

**Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2015, el 1,1 % en 2016 y el 1,7 % en 2017.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, debido principalmente al descenso de los precios del petróleo. Considerando la evolución más reciente de los precios del petróleo y los tipos de cambio recientes, estas proyecciones de septiembre referidas a la inflación están sujetas a riesgos a la baja.

**Las medidas de política monetaria del BCE continúan transmitiéndose a las condiciones de los préstamos y siguen respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito.** Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) contribuyeron a la mejora de los indicadores monetarios y crediticios. Los costes de financiación de las entidades de crédito se estabilizaron en mínimos históricos en el segundo trimestre de 2015 y las favorables condiciones de concesión del crédito continuaron apoyando una recuperación gradual del crecimiento de los préstamos. Asimismo, las divergencias entre los países de la zona del euro en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios disminuyeron de nuevo. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el segundo trimestre de 2015, aunque la dinámica de los préstamos a estas sociedades continuó siendo discreta. El mayor crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas y la recuperación gradual y continuada del crédito al sector privado están respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio.

**El Consejo de Gobierno considera prematuro concluir si la evolución reciente de la economía y de los mercados financieros podría tener un impacto duradero en la consecución de una senda sostenible de inflación hacia su objetivo a medio plazo, o si debería considerarse fundamentalmente transitoria, y continuará realizando un atento seguimiento de toda la información relevante disponible.** Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación

futura de la política monetaria (*forward guidance*), el Consejo de Gobierno, en su reunión del 3 de septiembre, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y confirmó que el programa de compras de activos sigue progresando satisfactoriamente. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo y prestará especial atención a la transmisión de sus medidas de política monetaria, así como a la evolución de la economía mundial, de la situación financiera, de los precios de las materias primas y del tipo de cambio.

**El Consejo de Gobierno destaca su disposición y capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato y, en particular, recuerda que el programa de compras de activos ofrece flexibilidad suficiente para ajustar el volumen, la composición y la duración del programa.** Mientras tanto, el Eurosistema ejecutará plenamente sus compras mensuales de activos por valor de 60 mm de euros, que está previsto que continúen hasta finales de septiembre de 2016 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 el objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno reitera la necesidad de aplicar estrictamente sus decisiones de política monetaria y de realizar un atento seguimiento de toda la información relevante disponible relativa al impacto de dichas decisiones sobre las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo.

*La economía mundial está creciendo gradualmente, aunque todavía de forma desigual. Por una parte, la actividad económica de las economías avanzadas se está viendo favorecida por los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias, la progresiva desaparición de la consolidación fiscal y la mejora de los mercados de trabajo. Por otra parte, las perspectivas de las economías emergentes se han deteriorado en un contexto de mayor incertidumbre, dado que los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos están frenando el crecimiento en algunos países, mientras que otros se están ajustando a unos precios más bajos de las materias primas y a unas condiciones de financiación externa más restrictivas. Se prevé que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas tras la reciente caída de los precios del petróleo y como consecuencia de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial que todavía es holgada.*

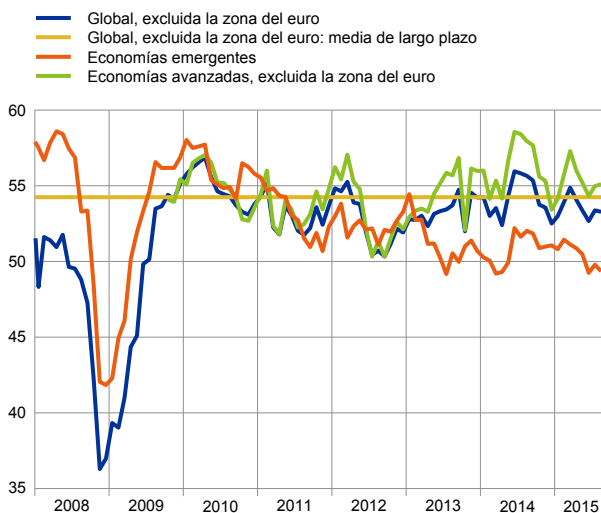
## Actividad económica y comercio mundiales

**Los datos de las cuentas nacionales y los indicadores de opinión sugieren un crecimiento moderado y desigual de la actividad económica mundial en el segundo trimestre.** La actividad económica ha sido

**Gráfico 1**

Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

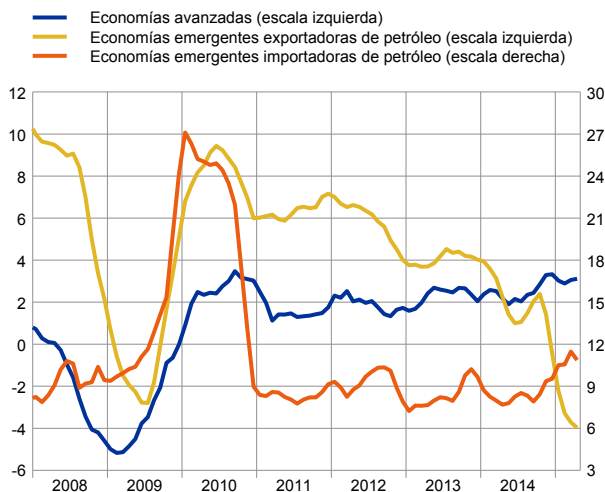
Notas: La observación más reciente corresponde a agosto de 2015. Las economías emergentes comprenden Brasil, China, India y Rusia. Las economías avanzadas son Estados Unidos, Japón y Reino Unido.

sostenida en las economías avanzadas, habiéndose registrado un repunte del crecimiento en Estados Unidos y en el Reino Unido, aunque en Japón se ha producido un significativo debilitamiento tras la solidez del primer trimestre. La situación en las economías emergentes es dispar. Por una parte, Rusia se encuentra sumida en una profunda recesión y los datos de las encuestas de opinión apuntan a un deterioro adicional de la actividad en Brasil. Por otra parte, en China, el crecimiento se recuperó en el segundo trimestre y se espera que los países de Europa Central y Oriental (PECO) no pertenecientes a la zona del euro se hayan mantenido resistentes. Las encuestas sugieren que la producción manufacturera mundial ha sido discreta en los últimos meses, pero la actividad general ha sido más robusta. El índice PMI compuesto de producción global, excluida la zona del euro, prácticamente no experimentó variación en agosto en comparación con el mes anterior y se mantuvo en línea con la media del segundo trimestre,

lo que indica cierta capacidad de resistencia de la actividad mundial (véase gráfico 1). De cara al futuro, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE y el índice de clima económico mundial del Ifo sugieren que la recuperación de la economía mundial continuará a un ritmo moderado.

**Gráfico 2**  
Ventas al por menor

(crecimiento interanual; media de tres meses)



Fuente: Fuentes nacionales, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a junio de 2015. Economías avanzadas incluye la zona del euro, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. Las economías emergentes importadoras de petróleo son China, Indonesia, Corea, Turquía y México. Las economías emergentes exportadoras de petróleo son Rusia, Brasil, Colombia, Chile y Sudáfrica.

**Los precios de las materias primas han experimentado una caída recientemente, lo que ha proporcionado un impulso adicional a corto plazo a la demanda mundial.** Tras haber repuntado

durante el segundo trimestre, los precios del Brent han experimentado una caída de más del 20 % en el tercer trimestre, aunque, a juzgar por la curva de futuros, los mercados siguen descartando un gradual incremento del petróleo para los próximos años. La reciente caída refleja principalmente la evolución de la oferta. El mercado de petróleo continúa registrando un exceso de oferta, con los países de la OPEP produciendo por encima de su objetivo y la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) mostrando una capacidad de resistencia mayor de lo esperado. Además, el mercado parece estar descartando poco a poco la posibilidad de que se produzca un aumento de la oferta de petróleo de Irán. No obstante, la moderación de la demanda, especialmente en las economías emergentes, también ha influido en esta situación. Asimismo, ello es coherente con los factores determinantes de otros

descensos de los precios de las materias primas: durante el pasado año, por ejemplo, los precios de los metales han registrado una notable disminución, que podría haber reflejado también el crecimiento menos dinámico de las economías emergentes (véase también el recuadro 1). En general, se espera que la caída de los precios del petróleo desde mediados del año pasado estimule la demanda de los países importadores de crudo, compensando el impacto sobre las economías exportadoras. A medida que los precios del petróleo han bajado desde el máximo alcanzado en 2014, se ha reducido la inflación general en las economías avanzadas, lo que ha supuesto un estímulo para la renta real disponible. El crecimiento del comercio minorista ha aumentado en las economías avanzadas y en las economías emergentes importadoras de petróleo en comparación con los niveles de hace un año, al tiempo que se ha reducido de forma acusada en los principales países exportadores de petróleo (véase gráfico 2).

**Las políticas monetarias siguen siendo acomodaticias y están contribuyendo a que las condiciones de financiación a escala mundial sean favorables.**

Los mercados continúan descontando un primer aumento de los tipos de interés en Estados Unidos en los próximos seis meses. En Japón, se espera que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles reducidos en los dos próximos años. Las tendencias desinflacionistas han obligado a relajar aún más la política monetaria en China, India y otras economías emergentes (principalmente importadoras de petróleo) en los últimos meses, mientras que Rusia ha continuado normalizando los tipos de interés tras la acusada subida registrada durante las turbulencias financieras de diciembre del pasado año. Brasil ha sido la única de las principales economías emergentes en las que se ha producido una subida continua de los tipos

de interés oficiales, dado que las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas en un contexto de notables aumentos de los precios administrados, comportamiento rígido de los precios y una nueva depreciación de la moneda. A partir del 11 de agosto de 2015, el Banco Central de la República Popular China modificó el procedimiento por el que fija diariamente el tipo de cambio a fin de permitir un mayor margen de maniobra de las fuerzas del mercado, lo que dio lugar a una depreciación del renminbi frente al dólar estadounidense del 3 % en la semana siguiente a la adopción de esa decisión. En los dos últimos meses, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en las economías avanzadas prácticamente se han estabilizado tras el acusado aumento registrado en mayo y a comienzos de junio. A pesar de la corrección, los tipos de interés se sitúan todavía próximos a los bajos niveles observados a finales de 2014 y las primas se mantienen comprimidas en los distintos plazos. Los rendimientos de la deuda pública en las economías emergentes se han movido, en general, en sintonía con los de las economías avanzadas. No obstante, en cifras agregadas, las entradas privadas de inversiones de cartera en las economías emergentes se han reducido ligeramente, mientras que la depreciación adicional de las monedas de algunos países probablemente ha elevado el coste de la financiación en dólares. Además, las pérdidas y la volatilidad recientes de los mercados bursátiles de China están dando lugar a un aumento de la incertidumbre que, de persistir, podría dar lugar en última instancia a un endurecimiento de las condiciones de financiación, especialmente en las economías emergentes vulnerables.

**De cara al futuro, se prevé que una recuperación sostenida en las economías avanzadas estimule el crecimiento mundial.** A medida que vayan desapareciendo gradualmente las dificultades asociadas al desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal, se espera que la recuperación cobre impulso en las economías avanzadas. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación acomodaticias y la mejora de los mercados de trabajo y de la confianza deberían propiciar unas perspectivas más favorables. En Estados Unidos, el crecimiento se verá respaldado por una mayor solidez del gasto de los hogares tras el impulso que han supuesto para las rentas reales los precios más bajos del petróleo, las favorables condiciones de financiación, la mejora sostenida de los mercados de trabajo y de la vivienda, la moderación de la carga fiscal y la necesidad cada vez menor de sanear los balances de los hogares. No obstante, la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del dólar estadounidense moderará el crecimiento de las exportaciones en el corto plazo, mientras que el descenso de los precios del petróleo afectará a las inversiones en el sector de la energía. En Japón se espera que el crecimiento se reanude en el segundo semestre del año en la medida en que los hogares se benefician del aumento de la renta real asociado a los precios más bajos del petróleo y las exportaciones se vean favorecidas por la mejora de la demanda externa y la anterior depreciación del yen japonés. En el Reino Unido se prevé que el crecimiento continúe su expansión a un ritmo relativamente fuerte. Aunque está previsto que las medidas de consolidación fiscal atenúen el crecimiento, los bajos precios de la energía y la aceleración del crecimiento de los salarios deberían respaldar la renta real disponible y el consumo



privado. La recuperación de la demanda y la relajación de las condiciones crediticias también deberían estimular la inversión empresarial.

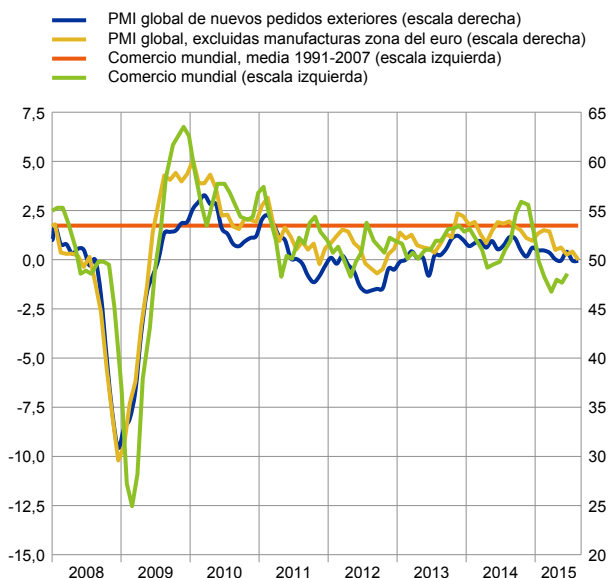
**Por el contrario, las perspectivas a medio plazo de las economías emergentes son heterogéneas en un contexto de mayor incertidumbre.** El crecimiento en varias de las grandes economías emergentes ha experimentado una acusada desaceleración en los cuatro últimos años y se prevé que siga siendo moderado en el medio plazo. En algunos países, el crecimiento potencial se ha ralentizado, debido a impedimentos estructurales y a desequilibrios macroeconómicos. Otras economías emergentes se están ajustando a los precios más bajos de las materias primas, al aumento de la incertidumbre política y al endurecimiento de las condiciones de financiación externa. En China, el crecimiento repuntó en el segundo trimestre. Se espera que las recientes bajadas de los tipos de interés oficiales, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos realizados para reducir las restricciones que afectan a las finanzas de las Administraciones locales respalden la demanda. No obstante, el reciente desplome del mercado bursátil ha hecho aumentar la incertidumbre respecto a las perspectivas. Además, las autoridades chinas han hecho cada vez más hincapié en hallar una solución al problema de las fragilidades financieras y los desequilibrios macroeconómicos, lo que probablemente ralentizará el ritmo de la expansión en el medio plazo. Los PECO no pertenecientes a la zona del euro están mostrando un sólido comportamiento, beneficiándose del fortalecimiento de la demanda interna, ya que se espera que la mejora de la situación de los mercados de trabajo y el reciente descenso de los precios del petróleo favorezcan el consumo de los hogares. Por otra parte, las perspectivas de Brasil se han deteriorado, pues se prevé que el endurecimiento de las políticas monetaria y fiscal sea un lastre para la inversión y la actividad. Además, los estrangulamientos por el lado de la oferta y la necesidad de hacer frente a los notables desequilibrios macroeconómicos y la elevada inflación están ralentizando el crecimiento a medio plazo. Rusia se encuentra también sumida en una profunda recesión. Pese a que las condiciones de financiación se han flexibilizado algo desde comienzos del año, los costes de financiación siguen siendo elevados. Existe un alto grado de incertidumbre y la confianza empresarial es escasa, al tiempo que se espera que el descenso de los ingresos provenientes del petróleo traiga consigo una fuerte caída del gasto público.

**Las acusadas caídas de las importaciones en algunas de las grandes economías emergentes han impulsado una moderación del comercio mundial en el primer semestre de 2015.** Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) basadas en los datos de las cuentas nacionales se redujeron un 0,2 % en el primer trimestre, y los datos disponibles sugieren que la debilidad continuará en el segundo trimestre. De hecho, los datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis sobre el comercio mundial de mercancías muestran un descenso intertrimestral de las importaciones mundiales del 0,9 % en el segundo trimestre. Mientras que en las economías avanzadas y en los PECO las importaciones han resistido bien en 2015, las pronunciadas caídas registradas en algunas de las principales economías emergentes han afectado al agregado



### Gráfico 3 Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a agosto de 2015 para el PMI y a junio de 2015 para el comercio mundial.

mundial. En el primer trimestre, las importaciones se desplomaron en Rusia, arrastradas por la caída de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio. En China, las importaciones también han mostrado señales de debilidad en el primer semestre del año, como consecuencia, una vez más, de la moderación de la demanda interna. A corto plazo, se espera una recuperación muy gradual del comercio internacional. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento más bien moderado del comercio mundial. En particular, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores descendió en julio (véase gráfico 3). A más largo plazo, habida cuenta de que las perspectivas respecto a las importaciones en las economías emergentes siguen siendo contenidas, se prevé que se mantenga la moderación del comercio mundial y no se espera que, a escala mundial, las importaciones crezcan a un ritmo más rápido que el PIB.

#### En general, las perspectivas de crecimiento mundial aún sugieren que la recuperación será

**moderada y desigual.** Según indican las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, cuya fecha de cierre para los supuestos relativos a la evolución financiera y los precios de las materias primas fue el 12 de agosto, se prevé que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimente una gradual aceleración desde el 3,2 % en 2015 hasta el 3,8 % en 2016 y el 4 % en 2017. En cuanto a la demanda externa de la zona del euro, se espera que crezca del 1,4 % en 2015 al 3,3 % en 2016 y al 4,1 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015, ello supone una revisión a la baja del crecimiento mundial, que refleja principalmente las perspectivas menos favorables previstas en todas las economías emergentes. Las revisiones de la demanda externa de la zona del euro son más significativas, dado que actualmente se estima que la debilidad de la actividad en las economías emergentes tendrá un efecto sobre las importaciones más intenso de lo previsto anteriormente.

**Se mantienen los riesgos a la baja para las perspectivas del comercio y la actividad mundiales.** Cabe señalar que la evolución actual de las economías emergentes podría afectar aún más negativamente al crecimiento a través de los efectos sobre el comercio, las finanzas y la confianza. Algunas economías emergentes son vulnerables, además, a un cambio en las percepciones de riesgos a escala mundial, tras un período de compresión de los diferenciales de riesgo y de la volatilidad. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas, y la intensificación de las tensiones entre Rusia y Ucrania podría tener repercusiones adversas para el crecimiento mundial.

## Evolución mundial de los precios

### La inflación a escala mundial sigue siendo reducida, tras las acusadas caídas de los precios del petróleo.

La inflación interanual medida por los precios de consumo en los países de la OCDE se mantuvo sin variación en el 0,6 % en julio.

Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en los países de la OCDE también se mantuvo estable en el 1,6 % (véase gráfico 4). En las principales economías avanzadas, la inflación general prácticamente no experimentó variación, manteniéndose en niveles reducidos. En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, persisten en general las presiones desinflacionistas en China e India. Sin embargo, en Brasil y Rusia la inflación ha seguido siendo elevada, ya que la depreciación de sus monedas ha dado lugar a un aumento de los precios de importación.

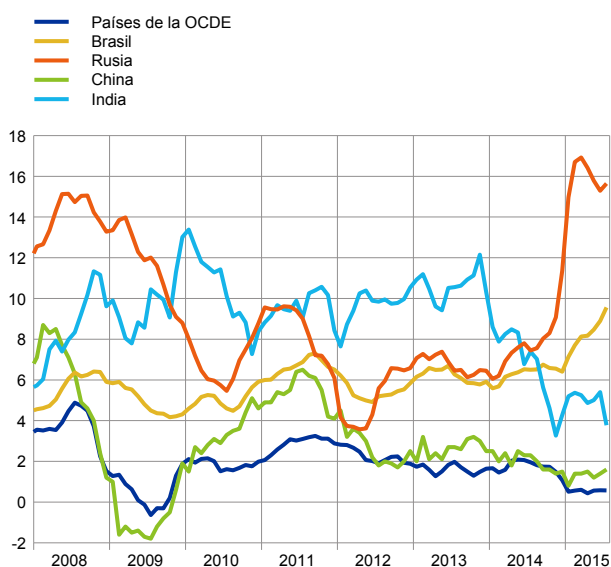
### De cara al futuro, se espera que la inflación solo aumente de forma gradual.

En el corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo y de otras materias primas debería moderar aún más las presiones inflacionistas, pero, más adelante, la contribución negativa del componente energético debería reducirse gradualmente a medida que comiencen a disiparse los efectos de los anteriores

descensos de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo implica cierta recuperación de los precios del crudo, lo que debería incrementar la contribución de los precios de la energía a la inflación general. No obstante, se prevé que la lenta recuperación esperada de la actividad económica mundial solo se traduzca en una reducción gradual de la capacidad productiva sin utilizar, así como que las presiones inflacionistas, tanto salariales como de costes, sigan estando en general contenidas.

**Gráfico 4**  
Inflación medida por el IPC

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

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

## 2

## Evolución financiera

Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se redujeron ligeramente entre comienzos de junio y principios de septiembre, tras los significativos incrementos registrados en los meses anteriores. Estas reducciones se produjeron en un entorno caracterizado por un debilitamiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, el descenso de los precios del petróleo y la caída de los tipos swap de inflación. Los precios de las acciones también descendieron en un contexto de aumento de la volatilidad, especialmente a raíz de la depreciación de la moneda y de las fuertes pérdidas registradas en el mercado de valores de China en agosto. La incertidumbre asociada a la evolución de los

*acontecimientos en Grecia, que alcanzó su máximo a finales de junio y principios de julio, tuvo un impacto algo mayor en los mercados bursátiles que en los mercados de renta fija y de divisas, pero, en general, su impacto financiero fue contenido y temporal. El tipo de cambio efectivo del euro se apreció de forma acusada entre comienzos de junio y el 2 de septiembre de 2015.*

**Durante el período considerado se produjeron dos importantes episodios de intensificación de las tensiones, el primero de ellos asociado a los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales junio y principios de julio.** Este episodio tuvo, en general, un impacto relativamente contenido en los mercados financieros, como puede apreciarse, por ejemplo, en los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro con calificación más baja en relación con el correspondiente rendimiento de la deuda alemana, que solo aumentaron ligeramente durante ese período y retornaron rápidamente a los niveles registrados con anterioridad. En el momento de mayor turbulencia, los diferenciales frente al bono alemán a diez años aumentaron un máximo de 35 puntos básicos en la mayoría de los países de la zona del euro. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija, al igual que otros indicadores del riesgo, solo aumentó de forma moderada y transitoria durante ese período. Sin embargo, los acontecimientos en Grecia tuvieron un impacto algo más pronunciado en los mercados de renta variable, que se tradujo en aumentos de la volatilidad implícita y en caídas de los precios. Entre el 26 de junio y el 7 de julio, el índice bursátil Dow Jones EURO STOXX 50 retrocedió más de un 8 %, mientras que su volatilidad implícita experimentó un fuerte incremento. El euro se debilitó ligeramente frente al dólar estadounidense durante ese período.

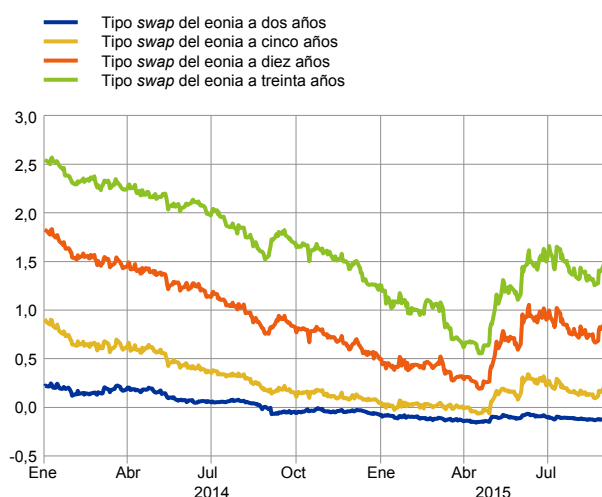
**El segundo episodio de intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros se inició en torno a mediados de agosto y estuvo asociado a los acontecimientos en China.** Este episodio, a diferencia del primero, tuvo un impacto significativo en los mercados bursátiles y de divisas, así como en la percepción del riesgo. A la depreciación del renminbi chino, que comenzó el 11 de agosto, siguió un período de acusados descensos del precio de las acciones en China y de fuertes aumentos de la incertidumbre a escala mundial. Estos acontecimientos, sumados a una rápida caída de los precios del petróleo, se consideraron una señal de debilitamiento de las perspectivas económicas mundiales y afectaron a los mercados financieros internacionales y a la volatilidad implícita. En la zona del euro las cotizaciones bursátiles experimentaron una caída de alrededor del 16 % entre el 11 y el 24 de agosto, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA se redujeron en torno a 10 puntos básicos durante ese período. Probablemente estos descensos también se vieron estimulados por la apreciación del euro, en un contexto de correcciones de las posiciones de *carry trade* (que, normalmente, se cierran en períodos de mayor incertidumbre), en las que se utilizó el euro como moneda de financiación, así como por las decrecientes expectativas de los mercados respecto a una inminente subida de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. La liquidez de los mercados, que fue menor de lo habitual debido también a factores estacionales, podría haber exacerbado las fluctuaciones en los mercados bursátiles y de renta fija.

**Los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro se redujeron ligeramente en general entre comienzos de junio y comienzos de septiembre, hasta situarse en niveles muy bajos.** Inicialmente, la media de los rendimientos de la deuda soberana a diez años con calificación AAA de la zona del euro volvió a aumentar, pasando del 0,93 % el 4 de junio al 1,08 % el 10 de junio, continuando así la tendencia observada desde mediados de abril. A partir de entonces se mantuvo prácticamente estable hasta mediados de julio, posiblemente como consecuencia de la disparidad de los datos publicados, y después se redujo hasta situarse en torno al 0,90 % a principios de septiembre. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro frente a la deuda soberana de Alemania descendieron ligeramente durante el período considerado, en un contexto de cierta volatilidad durante los episodios de mayor incertidumbre. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo estable, en general, a pesar de algunos incrementos temporales.

**Los tipos swap del eonia reflejaron los movimientos de los rendimientos de la deuda con calificación AAA.** Los tipos swap del eonia se redujeron sobre todo en los plazos medios, mientras que en los plazos más largos registraron un ligero incremento (véase gráfico 5). En consonancia con la evolución de los rendimientos de la deuda pública, los tipos *forward* del eonia descendieron hasta el horizonte de ocho años durante el período considerado, registrando una caída máxima de unos 20 puntos básicos en el horizonte de cuatro años (véase gráfico 6).

**Gráfico 5**  
Tipos swap del eonia

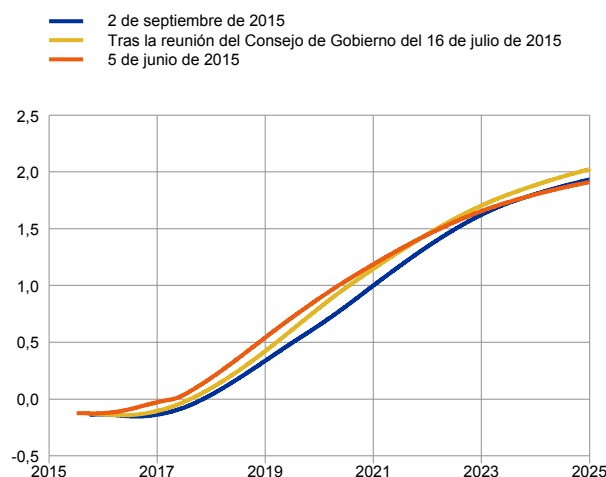
(porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters.  
Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de septiembre de 2015.

**Gráfico 6**  
Curva de tipos *forward* del eonia

(porcentaje)



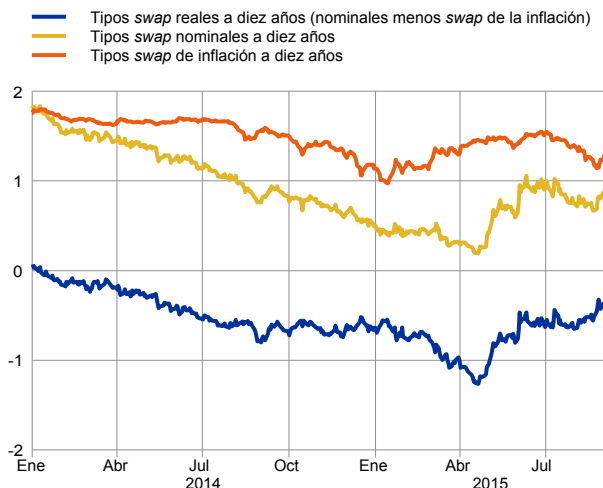
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**El descenso de los tipos nominales se reflejó en unos tipos swap de inflación más reducidos en julio y agosto.** La descomposición contable de los tipos swap nominales del eonia a diez años en tipos swap de inflación a diez años y, como

### Gráfico 7

#### Tipos swap reales, nominales y de inflación a diez años de la zona del euro

(porcentaje)



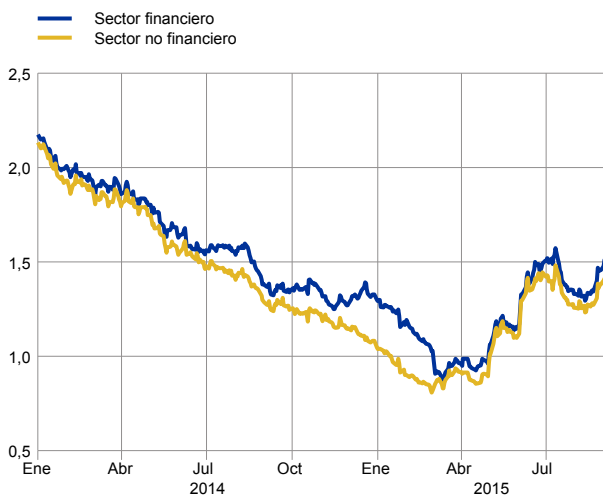
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

### Gráfico 8

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

(porcentaje)



Fuentes: iBoxx y BCE.

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

residuo, tipos reales a diez años muestra que alrededor de dos tercios de las fluctuaciones de los rendimientos nominales de junio tuvieron su origen en variaciones del tipo real, mientras que un tercio se derivó del tipo swap de inflación (véase gráfico 7). En cambio, en julio y agosto, las dos contribuciones relativas variaron significativamente, siendo los rendimientos nominales más bajos enteramente atribuibles a los tipos swap de inflación más reducidos (véase también en la sección 4 más evidencia sobre la evolución de las expectativas de inflación).

**Los rendimientos de los valores de renta fija privada mostraron su capacidad de resistencia frente a las diversas tensiones que afectaron a los mercados financieros, aunque aumentaron ligeramente durante el período considerado.** En general, los rendimientos de los valores de renta fija privada en relación con el rendimiento medio de la deuda soberana con calificación AAA de la zona del euro evolucionaron en sintonía con los cambios en la percepción del riesgo. Por consiguiente, tendieron a aumentar en respuesta a la incertidumbre asociada a los acontecimientos ocurridos en Grecia a finales de junio y principios de julio y, tras experimentar una ligera moderación, se incrementaron de nuevo en la segunda mitad de agosto al intensificarse la incertidumbre a escala mundial (véase gráfico 8). Los rendimientos de dichos valores aumentaron entre 5 y 20 puntos básicos entre principios de junio y principios de septiembre, dependiendo del sector y de la calificación.

**Los diferenciales de rendimiento de las categorías de activos distintas de los valores del sector público adquiridos en el marco del APP —bonos garantizados y bonos de titulización de activos (ABS por sus siglas en inglés)— evolucionaron de forma bastante similar.** No obstante, mientras que los diferenciales de rendimiento de los bonos garantizados prácticamente no experimentaron variación durante el

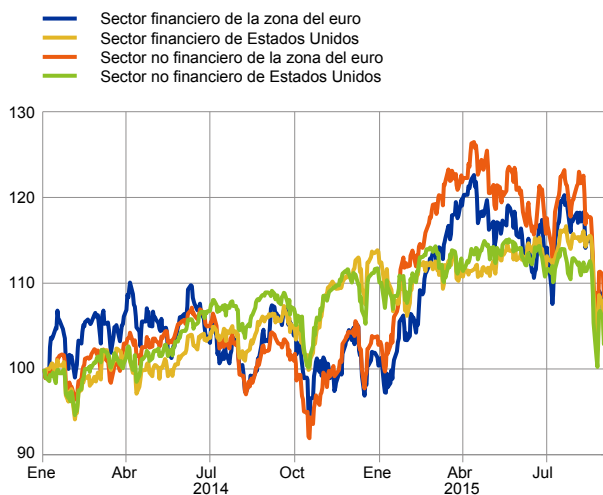
período considerado, en los ABS con calificación más baja se observaron algunos aumentos de los márgenes de descuento.

**En los mercados bursátiles de la zona del euro se registraron pérdidas significativas, tanto en el sector financiero como en el no financiero.** Los precios de las acciones del sector financiero y del sector no financiero de la zona

## Gráfico 9

### Índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero

(1 de enero de 2014 = 100)



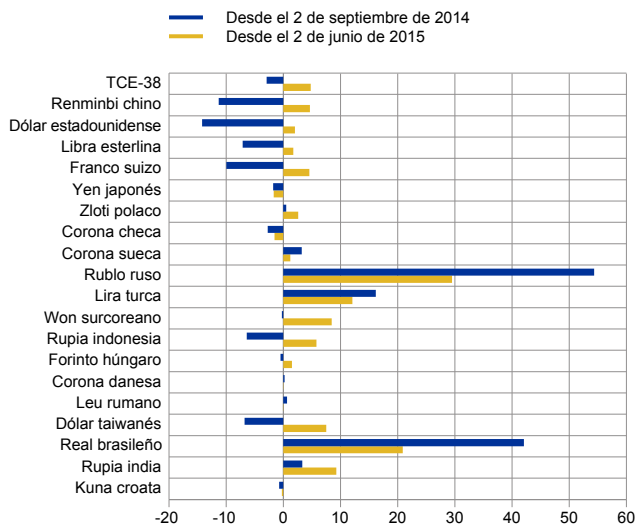
Fuente: Thomson Reuters.

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

## Gráfico 10

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentaje)



Fuente: BCE.

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

del euro registraron descensos totales del 8 % y del 10 %, respectivamente, entre principios de junio y principios de septiembre (véase gráfico 9). Si bien las pérdidas asociadas a los acontecimientos en Grecia se habían recuperado a mediados de julio, las cotizaciones experimentaron una caída pronunciada tras el aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales en la segunda mitad de agosto. A diferencia de la evolución observada en la zona del euro, en Estados Unidos los precios de las acciones tanto del sector financiero como del sector no financiero se mantuvieron prácticamente estables entre principios de junio y mediados de julio, lo que pone de manifiesto que el origen de las turbulencias estuvo específicamente en la zona del euro en dicho período. Posteriormente, en Estados Unidos las cotizaciones registraron pérdidas equivalentes aproximadamente al doble de las contabilizadas en la zona del euro a partir de mediados de julio, en un entorno de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó 8 y 10 puntos porcentuales en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, durante el período considerado.

### El eonia se estabilizó entre principios de junio y principios de septiembre en un entorno de aumento gradual del exceso de liquidez.

Tras descender paulatinamente a raíz del anuncio del programa ampliado de compra de activos, el eonia se estabilizó, situándose en promedio en el  $-0,12\%$  entre comienzos de junio y el 2 de septiembre, en un entorno de aumento gradual del exceso de liquidez. Estos niveles más elevados de exceso de liquidez fueron resultado, en gran medida, de las compras realizadas en el marco del APP y de la operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico adjudicada en junio. En el recuadro 2 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

El euríbor a tres meses, tras registrar valores negativos por primera vez a finales de abril, continuó descendiendo hasta situarse en el  $-0,033\%$  el 2 de septiembre. En el recuadro 3 se ofrece más información sobre la evolución del mercado monetario a un día sin garantías desde 2008 utilizando los datos de las operaciones de TARGET2, mientras que en el recuadro 4 se recuerda brevemente qué son los saldos TARGET y los factores que determinan su evolución.



**El tipo de cambio efectivo del euro se apreció un 4,8 % entre principios de junio y el 2 de septiembre.** En términos bilaterales, el euro se apreció un 2 % frente al

dólar estadounidense (véase gráfico 10). La moneda única se apreció también frente a la libra esterlina, el franco suizo, la corona sueca y el renminbi. Al mismo tiempo, el descenso de los precios del petróleo y la depresión de la actividad económica en Rusia afectaron negativamente al rublo, dando lugar a una apreciación del euro del 30 % frente a la moneda rusa. El euro también se fortaleció frente a las monedas de otras economías emergentes y de países exportadores de materias primas. En cambio, se depreció frente al yen japonés y la corona checa. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II. En el recuadro 5 se presenta la reciente actualización de las ponderaciones por el comercio exterior utilizadas para los tipos de cambio efectivo del euro.

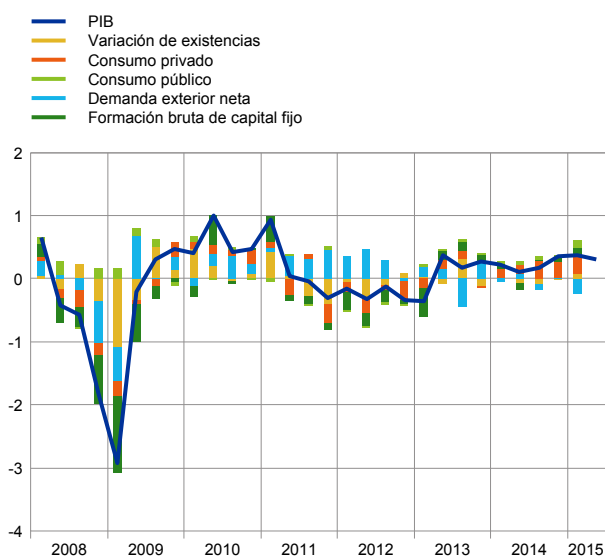
### 3 Actividad económica

*La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente, aunque a un ritmo más lento de lo previsto anteriormente. El PIB real de la zona del euro continuó creciendo en el segundo trimestre de 2015, si bien lo hizo algo más lentamente que en el primer trimestre. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un ritmo de avance del PIB en la segunda mitad del año prácticamente similar al registrado en el segundo trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación de la actividad económica continúe. Los bajos precios del petróleo respaldarán la renta real disponible, favoreciendo el consumo privado y la rentabilidad empresarial. Además, la orientación muy acomodaticia de la política*

*monetaria debería seguir contribuyendo a la relajación de las condiciones generales de financiación y a mejorar el acceso al crédito, lo que fomentará una mayor inversión de las empresas. Al mismo tiempo, se espera que la tendencia de crecimiento sea algo más débil de lo previsto anteriormente, debido, en particular, a la desaceleración de las economías emergentes, que afecta al crecimiento mundial y, por tanto, a la demanda de exportaciones de la zona del euro. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro anticipan unas perspectivas de crecimiento algo más débiles en comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2015.*

**Gráfico 11**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El crecimiento del PIB de la zona del euro para el segundo trimestre de 2015 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

**El PIB real de la zona del euro continuó creciendo en el segundo trimestre de 2015, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del primer trimestre.** Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2015, lo que representa un descenso con respecto



al 0,4% del primer trimestre (véase gráfico 11). Este crecimiento fue algo inferior al previsto en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema. Aunque en la fecha de cierre de este Boletín Económico no se disponía de datos desagregados, la información disponible sugiere que la contribución del consumo privado y la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva, reflejando, en el caso de esta última, el aumento de las cuotas de exportación de la zona del euro, como resultado del tipo de cambio favorable del euro. En cambio, es probable que en el segundo trimestre la contribución de la inversión y de la variación de existencias al crecimiento haya sido negativa.

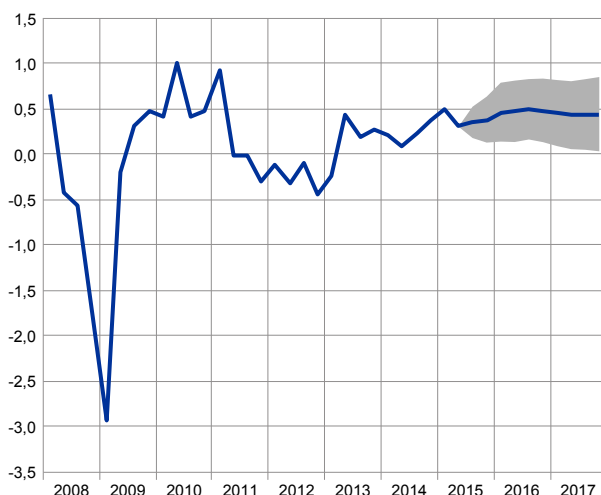
**Los indicadores de confianza empresarial apuntan a un ritmo de crecimiento a corto plazo similar al del segundo trimestre.** Los datos de las encuestas disponibles hasta agosto señalan un crecimiento moderado sostenido a corto plazo. Por ejemplo, el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto mejoraron ligeramente entre el segundo trimestre de 2015 y los dos primeros meses del tercer trimestre. Además, en julio y en agosto, ambos indicadores se situaron por encima de sus niveles medios a largo plazo. Aunque tanto el ESI como el PMI aumentaron en agosto, la confianza de las empresas disminuyó en los sectores de bienes intermedios y de equipo, como reflejo, en parte, de una peor valoración de los niveles de las carteras

de pedidos exteriores en un contexto de deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Aunque la ralentización del comercio mundial frena el ritmo de crecimiento de la zona del euro, es probable que la anterior depreciación del euro y los bajos tipos de interés respalden la inversión empresarial, mientras que la evolución favorable de los mercados de trabajo y el descenso de los precios de la energía deberían estimular el consumo privado a corto plazo.

## Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



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

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

**La valoración de una recuperación económica más lenta se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup>.** Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro se irá extendiendo de forma gradual en los dos próximos años, aunque a un ritmo más pausado de lo previsto anteriormente, como resultado, en particular, de la desaceleración de las economías emergentes. Se prevé que tanto la demanda interna como la demanda externa (aunque esta en menor medida que anteriormente) contribuyan positivamente al crecimiento. Las medidas de política

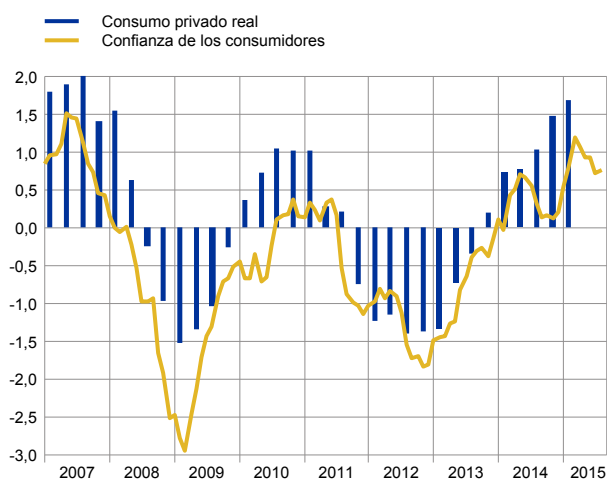
<sup>1</sup> Véase «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.es.pdf?373c7ff1a4072123c81757486566b3f2>).

monetaria del BCE deberían seguir respaldando la actividad a corto y medio plazo, a través de diversos canales. Se espera que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos permanezcan en niveles históricamente bajos y que la demanda agregada, especialmente la formación de capital fijo, se beneficie de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria. Al mismo tiempo, es probable que el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales y los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores continúen lastrando el crecimiento. Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real será del 1,4 % en 2015, el 1,7 % en 2016 y el 1,8 % en 2017 (véase gráfico 12).

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual, ajustadas a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

**Es probable que el avance del consumo privado, que ha sido el principal factor determinante del crecimiento el año pasado, haya perdido algo de impulso recientemente.** Por ejemplo, el crecimiento intertrimestral agregado de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles en la zona del euro fue del 0,3 % en el segundo trimestre de 2015, frente al 1,3 % del primer trimestre. Aunque el consumo probablemente se ralentizó en el segundo trimestre, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una imagen razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo privado, se situó por encima de su media de largo plazo en agosto y apunta al mantenimiento del ritmo de crecimiento (véase gráfico 13).

**De cara al futuro, se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo el principal factor**

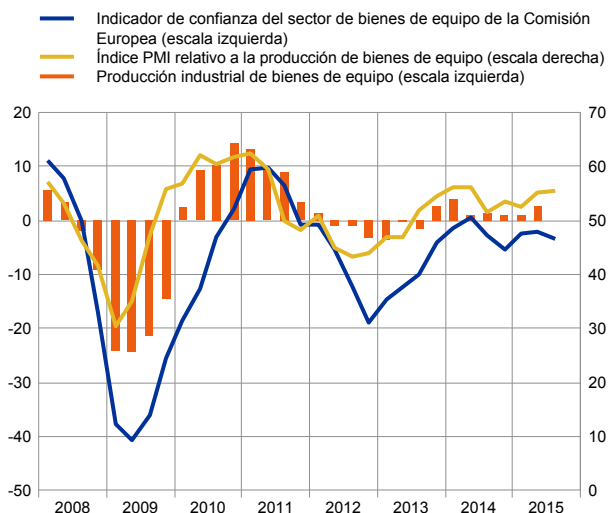
**impulsor del repunte de la actividad.** El consumo privado debería seguir beneficiándose del efecto favorable del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Se prevé que, posteriormente, las rentas salariales se recuperen, como consecuencia del crecimiento sostenido del empleo y del aumento de la remuneración nominal por asalariado. La relajación de las condiciones de financiación, así como los bajos costes de financiación, reforzados por las medidas no convencionales de política monetaria del BCE, deberían prestar un apoyo adicional al consumo privado.

**Es probable que el crecimiento de la inversión total de la zona del euro se haya desacelerado en el segundo trimestre de este año.** En el primer trimestre, la inversión se vio respaldada por la mejora de la demanda, unas condiciones de financiación favorables, las suaves temperaturas del invierno y los incentivos fiscales de carácter temporal aplicados en ciertos países. Se espera que el crecimiento de la inversión total disminuyera en el segundo trimestre de 2015, ya que la producción industrial de bienes de equipo se desaceleró y la utilización de la

**Gráfico 14**

**Producción de bienes de equipo y confianza de los inversores de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; saldos netos; índice)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y Markit.

capacidad productiva en el sector de manufacturas prácticamente no experimentó variación. Por lo que respecta a la inversión en construcción, el avance de la producción en este sector se ha ralentizado y los indicadores de confianza permanecen en niveles asociados a una contracción, lo que apunta a un crecimiento débil en el segundo trimestre.

**El repunte de la inversión empresarial podría ser más lento de lo previsto inicialmente, pero continúa siendo un factor impulsor de la recuperación.**

Los datos de las encuestas correspondientes al sector de bienes de equipo sugieren que la confianza prácticamente se ha estabilizado o que ha disminuido ligeramente, así como que hay menores expectativas de producción hasta agosto (véase gráfico 14). El deterioro del entorno exterior también está afectando a las perspectivas de inversión a corto plazo. No obstante, de cara al futuro, la inversión empresarial debería recuperarse progresivamente en un entorno

caracterizado por una orientación muy acomodaticia de la política monetaria, relajación de las condiciones de oferta del crédito, fortalecimiento de los márgenes, y aumento de la demanda y de las necesidades de reposición.

**Se prevé que la inversión en construcción se recupere gradualmente en la segunda mitad de 2015.**

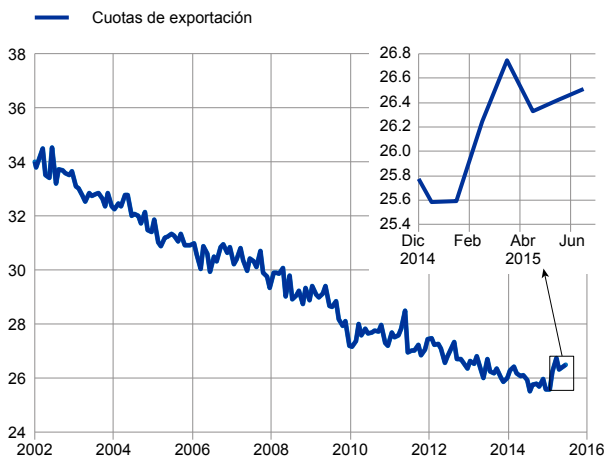
Tras el prolongado período de ajuste, la inversión en construcción debería verse respaldada por unas condiciones de financiación muy favorables y por el crecimiento de la renta disponible de los hogares. Los progresos realizados en el ajuste del mercado de la vivienda en algunos países, como indica el

cambio de tendencia de los visados de obra nueva y de los precios de la vivienda, también impulsarán la inversión residencial con el tiempo.

**Gráfico 15**

**Cuotas de exportación de la zona del euro**

(total de exportaciones de bienes de la zona del euro en porcentaje del total de exportaciones mundiales de mercancías)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

**Como consecuencia del debilitamiento del entorno exterior, las expectativas de crecimiento de las exportaciones se han reducido.**

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro crecieron a un ritmo algo más moderado en el primer trimestre de 2015. Aunque el crecimiento mundial se ralentizó significativamente, los datos relativos al comercio de bienes en el segundo trimestre de 2015 apuntan a un repunte del crecimiento de las exportaciones de bienes, lo que indica un incremento de las cuotas de exportación de la zona del euro en la primera mitad de 2015, debido, en parte, al favorable tipo de cambio del euro (véase gráfico 15). Esta evolución refleja un

### Gráfico 16

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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



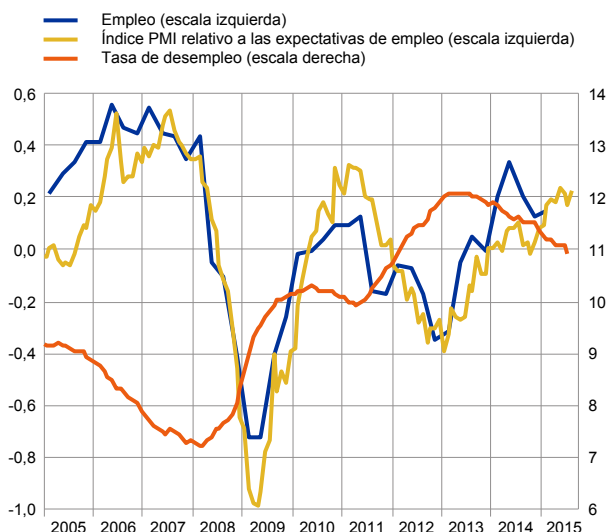
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Países europeos no pertenecientes a la zona del euro» incluye también países no pertenecientes a la UE (p. ej., Noruega, Suiza y Turquía).

### Gráfico 17

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las expectativas PMI se expresan como desviaciones de 50 dividido por 10.

aumento de las exportaciones a Estados Unidos y Asia (excluida China), mientras que las exportaciones a China y a Rusia siguieron siendo moderadas (véase gráfico 16).

**Sin embargo, de cara al futuro se prevé que el ritmo de avance de las exportaciones sea bastante inferior al observado antes de la crisis,**

reflejando una moderación de la demanda mundial y la menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento. Se espera que las importaciones de la zona del euro continúen fortaleciéndose a medio plazo, en consonancia con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real debería ser prácticamente neutral en los dos próximos años.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mejorando de forma gradual.**

El empleo (véase gráfico 17) avanzó de forma moderada, un 0,1 % en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015 (el último período para el que se dispone de datos). A nivel sectorial, el mayor crecimiento del empleo correspondió al repunte del trabajo en la construcción. Al mismo tiempo, el avance del empleo en los servicios volvió a ralentizarse por cuarto trimestre consecutivo. A pesar de que el empleo total aumentó, el total de horas trabajadas se redujo ligeramente en el primer trimestre, reflejando el descenso de las horas trabajadas por asalariado. Los resultados de las encuestas indican que el empleo siguió mejorando en el segundo trimestre de 2015. Estos indicadores también apuntan a que la situación de los mercados de trabajo continuó mejorando ligeramente en la industria y los servicios en el segundo trimestre del año y a que el empleo registró un leve retroceso en la construcción.

**El desempleo continúa descendiendo**

**gradualmente desde niveles elevados.** La tasa de desempleo de la zona del euro se redujo hasta el 11,1 % en el segundo trimestre de 2015, desde el 11,2 % del primer trimestre del año. En el mes de

julio, esta tasa volvió a caer, hasta situarse en el 10,9 %. El descenso en curso de la tasa de paro es evidente en todos los grupos de trabajadores (jóvenes, adultos,

hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables en lo que respecta a los grupos de edad y a escala de países.

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

**Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja.** Estos riesgos reflejan, en particular, el aumento de la incertidumbre acerca del entorno exterior. En particular, la evolución de las economías emergentes podría seguir influyendo negativamente en el crecimiento mundial a través de sus efectos en el comercio y la confianza.

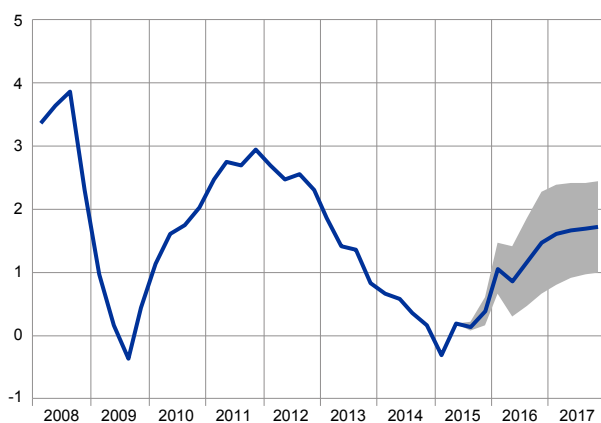
## 4 Precios y costes

*Recientemente, la inflación medida por el IAPC se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, las tasas de variación interanual del IAPC continuarán siendo muy reducidas a corto plazo. Se espera que estas tasas aumenten hacia finales de año, debido también a efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo a finales de 2014, y que sigan repuntando durante 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro y el supuesto de que los precios del crudo subirán ligeramente en los próximos años, como se refleja actualmente en los mercados de futuros del petróleo. Las proyecciones macroeconómicas de septiembre*

*de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2015, el 1,1 % en 2016 y el 1,7 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, fundamentalmente como consecuencia del descenso de los precios del petróleo.*

**Gráfico 18**  
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

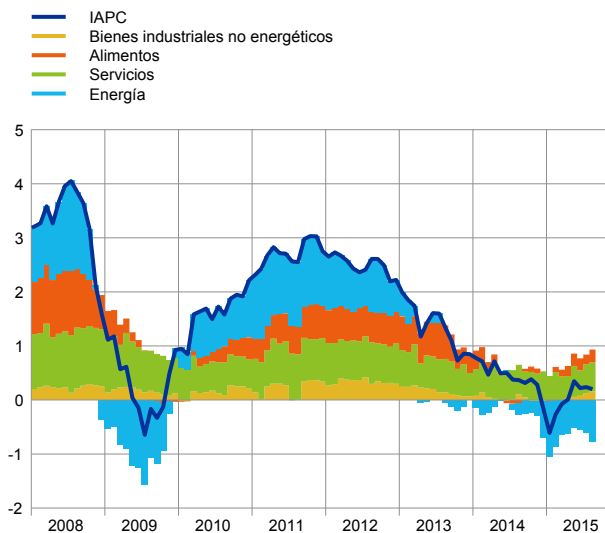
Nota: La observación más reciente corresponde a agosto de 2015 (estimación preliminar).

**La inflación medida por el IAPC se ha estabilizado en tasas positivas pero bajas recientemente, después de recuperarse con respecto a las tasas negativas registradas en meses anteriores de este año (véase gráfico 18).** Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de crecimiento interanual del IAPC fue del 0,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio y junio. Esta

### Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

reciente estabilización refleja dos conjuntos de factores compensatorios (véase gráfico 19). Por un lado, el nuevo descenso de los precios del petróleo ha ejercido presiones a la baja sobre la tasa de variación de los precios de la energía. Por otro, el IAPC excluidos la energía y los alimentos se ha elevado ligeramente en los últimos meses, impulsado por el avance de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido prácticamente estable. Además, el ritmo de avance de los precios de los alimentos se recuperó considerablemente en agosto, como consecuencia de la mayor contribución de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados permaneció básicamente estable, moderada por los precios de los productos lácteos.

#### La tasa de variación de los precios de la energía y los alimentos ha reforzado el perfil de la inflación de la zona del euro en los últimos trimestres. La

tasa de variación de los precios de la energía ha sido negativa desde julio de 2014, cuando los precios del petróleo comenzaron a descender de manera pronunciada. Después de alcanzar un máximo a mediados de junio de 2014, el precio del crudo en euros cayó aproximadamente un 50 % hasta enero. A raíz del aumento de los precios del petróleo observado después de registrar este mínimo a principios de 2015, la tasa de crecimiento de los precios de la energía empezó a recuperarse en el primer semestre de este año. Sin embargo, a partir de julio, los precios del petróleo han vuelto a mostrar una tendencia descendente, ejerciendo presiones a la baja sobre el ritmo de avance de los precios de la energía. Del mismo modo, la contribución de la tasa de variación de los precios de los alimentos se redujo acusadamente en 2014, con un ligero repunte desde principios de este año, favorecido por efectos de base significativos. Con todo, esta tasa continúa siendo relativamente reducida en términos históricos (véase recuadro 7).

#### Los indicadores recientes apuntan a un fortalecimiento gradual de la inflación subyacente.

La tasa de crecimiento del IAPC excluidos la energía y los alimentos (una medida de la inflación subyacente) se mantuvo estable en el 1 % en agosto. La mayoría de los demás indicadores de la inflación subyacente, considerando el amplio conjunto presentado en el recuadro 4 del número anterior del Boletín Económico<sup>1</sup>, continuaron registrando niveles más elevados en julio de 2015 que a principios de este año (véase gráfico 20). La transmisión de la acusada depreciación que experimentó el euro entre mayo de 2014 y abril de 2015 a los precios de

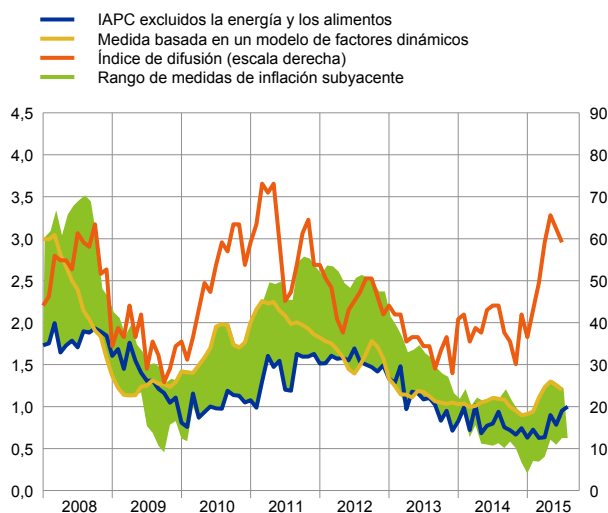
<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, julio de 2015.



## Gráfico 20

### Medidas de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



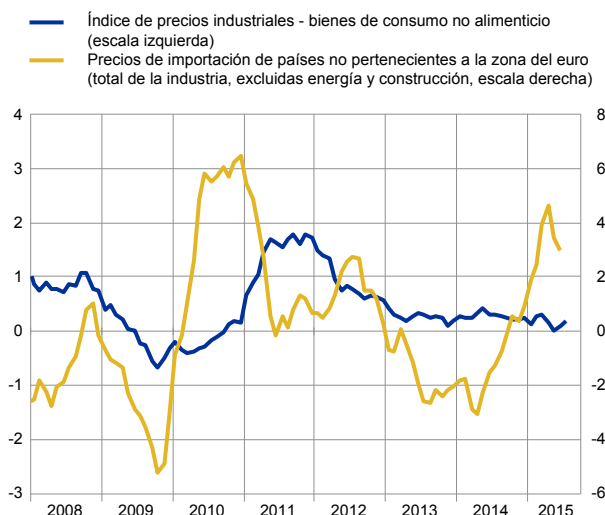
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de medidas de inflación subyacente se han considerado las siguientes: IAPC excluida la energía; IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC excluidos la energía y los alimentos; media troncada (10 %); media troncada (30 %); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo de factores dinámicos. 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. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a agosto de 2015 para el IAPC excluidos la energía y los alimentos (estimación preliminar) y a julio de 2015 para los demás indicadores.

## Gráfico 21

### Precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio y precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2015 (índice de precios industriales) y a junio de 2015 (precios de importación).

consumo de los bienes no energéticos y la continuación de la recuperación de la demanda interna en la zona del euro deberían impulsar un nuevo repunte de la inflación subyacente. No obstante, todavía es prematuro concluir que la inflación subyacente sigue una tendencia al alza, ya que los efectos indirectos del retroceso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, así como los bajos niveles de inflación a escala mundial, podrían ejercer temporalmente nuevas presiones a la baja. La reciente apreciación del euro también podría limitar parte del impacto al alza derivado de la fuerte depreciación anterior de la moneda única.

### Los efectos de la depreciación del tipo de cambio del euro son cada vez más evidentes en el aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes.

La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos registró un alza generalizada y pasó del -0,1 % de febrero de 2015 al 0,6 % de agosto. La tendencia al alza refleja la transmisión de las fuertes subidas de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que están relacionadas con la depreciación del euro y el incremento del consumo de bienes duraderos observado en los últimos trimestres.

### El impacto de la mayor debilidad del euro en las presiones latentes internas debería hacerse más evidente en los próximos trimestres.

Aunque los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados (véase gráfico 21), las presiones inflacionistas latentes de origen interno siguen siendo débiles.

De hecho, las presiones latentes sobre los precios de los alimentos apuntan a una evolución moderada en todas las fases de la cadena de precios, mientras que la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el 0,2 % en julio, registrando un ligero aumento por segundo mes consecutivo. Los indicadores de opinión se han debilitado recientemente. El índice de directores de compras (PMI) de los precios de los bienes intermedios

alimentarios del sector minorista volvió a descender en agosto, interrumpiendo el movimiento al alza observado hasta junio. Aunque el crecimiento de la tasa de



variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio ha sido moderado, el repunte reciente debería continuar a medida que la transmisión de la acusada depreciación del euro cobre más impulso.

### Las presiones inflacionistas internas se han estabilizado por el momento.

El deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— aumentó de forma marginal en el primer trimestre de 2015, debido a la persistencia de una evolución contenida de los costes laborales y a un aumento moderado de los márgenes. El crecimiento de los costes laborales unitarios se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2015, ya que el ritmo de avance de la productividad fue superior al de la remuneración por asalariado. El crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) se incrementó levemente, reflejando el impacto de la mejora en curso del crecimiento del PIB real y la recuperación de la tasa de crecimiento de los beneficios por unidad de producto.

### El elevado grado de holgura de la economía sigue conteniendo la tasa de variación de los precios de los servicios.

La tasa de variación de estos precios ha fluctuado en torno a niveles justo por encima del 1 % en los últimos meses. La mayoría de las fluctuaciones en torno a este nivel reflejan el impacto de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes, en un contexto de evolución moderada del crecimiento de los salarios y de los márgenes. La debilidad del crecimiento de los salarios y de los márgenes podría ser atribuible a diversos factores, entre los que se encuentran el elevado grado de holgura de la economía y de los mercados de trabajo y la mayor flexibilidad salarial y de precios en algunos países tras las reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo y de productos en los últimos años.

**Gráfico 22**  
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

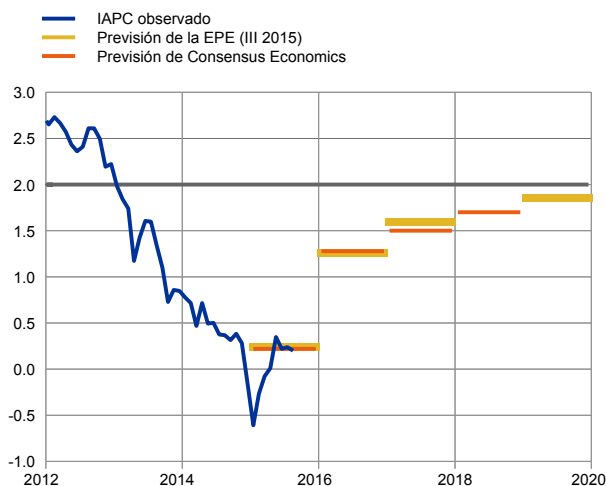
### Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han retrocedido recientemente, tras observarse una persistente tendencia al alza desde enero, mientras que los indicadores de opinión han permanecido relativamente estables.

La tendencia al alza de las expectativas de inflación que señalaban los *swaps* de inflación desde principios de 2015 se interrumpió a finales de junio. En conjunto, los tipos *swap* de inflación a largo plazo aumentaron unos 0,4 puntos porcentuales en los seis primeros meses de 2015. Entre finales de junio y principios de septiembre, estos tipos descendieron en un contexto de señales de moderación de la actividad económica mundial y de caída de los precios de las materias primas. Sin embargo, es posible que otros factores también hayan contribuido a esta caída, como los reducidos niveles de liquidez en los mercados durante los meses de verano y las menores primas de riesgo de inflación incorporadas en los tipos *swap* de inflación. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se

### Gráfico 23

#### Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Reuters, encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, cálculos del BCE y Consensus Economics.  
Notas: Se incluyen datos del IAPC observado hasta agosto de 2015 (estimación preliminar). Los datos de la EPE se basan en los resultados de la encuesta del tercer trimestre de 2015. La previsión a largo plazo es a cinco años vista. Los datos de Consensus Economics se basan en las previsiones de agosto de 2015 para 2015 y 2016, y en las de abril de 2015 para 2017 y 2018.

redujo 15 puntos básicos entre principios de julio y el 2 de septiembre, fecha en que se situó en el 1,7 % (véase gráfico 22). En ese mismo período, los tipos *swap* de inflación a corto y medio plazo experimentaron una reducción más acusada que los tipos a largo plazo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables hasta ahora y siguen sugiriendo que la inflación retornará a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo (véase gráfico 23).

**En conjunto se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumente a partir de finales de 2015 (véase gráfico 18).** A partir de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 0,1 % en 2015 y aumente hasta el 1,1 % en 2016 y el 1,7 % en 2017<sup>2</sup>. El repunte inicial está relacionado principalmente con efectos de base

derivados de las anteriores caídas de los precios del petróleo. Se prevé que la inflación se incremente significativamente en 2016 y 2017 a medida que la reducción adicional del grado de holgura de la economía y de los mercados de trabajo vaya impulsando gradualmente al alza la inflación subyacente. Además, las mayores presiones inflacionistas externas derivadas de la prolongada transmisión de la evolución del tipo de cambio a los precios de consumo y los efectos alcistas del incremento previsto de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas, junto con los considerables efectos de base al alza derivados de las recientes caídas de los precios del petróleo, contribuirán al aumento de la inflación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, pero solo ligeramente para 2017. La revisión a la baja refleja principalmente los efectos directos e indirectos de los precios más bajos del petróleo.

**Considerando la evolución más reciente de los precios del petróleo y los tipos de cambio recientes, existen riesgos a la baja para las proyecciones de inflación de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE.** Desde la fecha de cierre de los datos utilizados en los supuestos técnicos incluidos en las proyecciones de septiembre, los precios del petróleo se han reducido, mientras que el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido, en parte debido a las turbulencias financieras experimentadas en algunas economías emergentes.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 3 de septiembre de 2015.

**La recuperación de los precios de la vivienda es relativamente generalizada, aunque su crecimiento sigue siendo heterogéneo en los distintos países de la zona del euro.** El indicador de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro del BCE continúa creciendo a un ritmo relativamente débil, con un incremento del 1 % (en tasa interanual) en el primer trimestre de 2015. Se espera que el crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en su conjunto siga fortaleciéndose en el próximo período, reflejando la mejora de las perspectivas de renta y de empleo de los hogares, unas condiciones de financiación favorables y la corrección de anteriores sobrevaloraciones de los precios de la vivienda<sup>3</sup>.

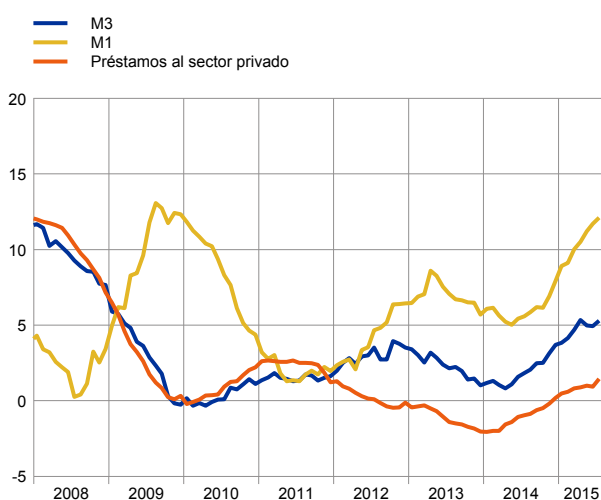
## 5 Dinero y crédito

*En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio se mantuvo en una senda de recuperación. El cambio de composición de las carteras y la mejora de la dinámica crediticia están impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio. Además, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) contribuyeron a la mejora de los indicadores monetarios y crediticios. Los costes de financiación de las entidades de crédito se estabilizaron en mínimos históricos en el segundo trimestre de 2015. Las favorables condiciones de concesión del crédito continuaron favoreciendo una recuperación adicional del crecimiento de los préstamos, que se va materializando gradualmente. Además, las divergencias entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios disminuyeron de nuevo. Aunque los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación*

*externa de las sociedades no financieras, se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a estas sociedades se estabilizó en el segundo trimestre de 2015. En conjunto, la evolución reciente confirma que las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo paulatinamente a las condiciones de concesión de los préstamos y están respaldando, en última instancia, el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito.*

**Gráfico 24**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

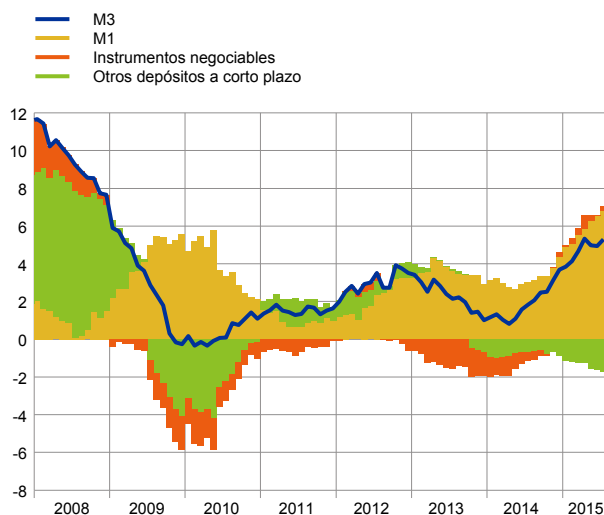
**Los datos monetarios más recientes confirman la solidez del crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,3 % en julio, frente al 5 % del segundo trimestre de 2015 (véase gráfico 24). Este aumento del crecimiento de M3 estuvo impulsado principalmente por el agregado monetario estrecho M1. El crecimiento interanual de M1 continuó acelerándose en julio de 2015, y su tasa

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro», en este Boletín Económico.

interanual se situó en el 12,1 %, frente al 10,9 % del segundo trimestre del año. La evolución reciente del agregado monetario estrecho respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

**Gráfico 25**  
M3 y sus componentes

(contribución a la tasa de crecimiento interanual de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



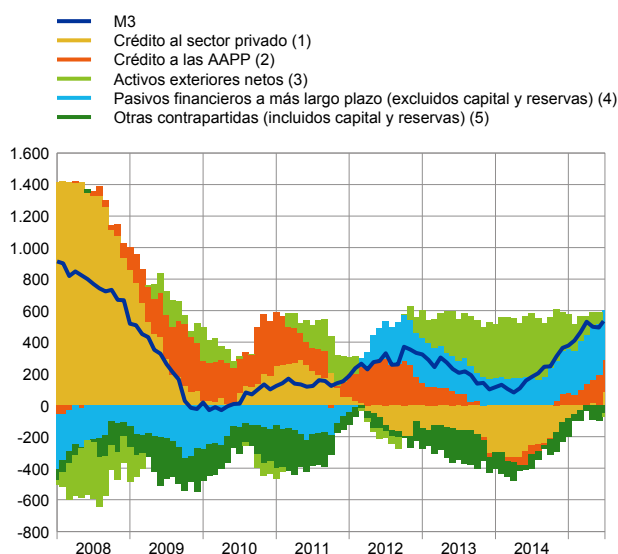
Fuente: BCE.

### El sector tenedor de dinero se está centrando en los depósitos a la vista. M1 contribuyó

significativamente al crecimiento de M3 en julio, al igual que durante el segundo trimestre de 2015 (véase gráfico 25). El entorno de tipos de interés muy bajos está favoreciendo que el sector tenedor de dinero invierta en depósitos a la vista incluidos en M3. Esta contribución de M1 refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con las ventas de valores públicos, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte de dicho sector en el marco del programa ampliado de compra de activos (APP). En la primera mitad de 2015, los reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyeron a la continua contracción de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, que siguieron lastrando el crecimiento de M3. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) supusieron un apoyo adicional al crecimiento de M3, con una contribución reducida pero positiva.

**Gráfico 26**  
Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

### La creación de dinero continuó desplazándose hacia fuentes internas en julio, en parte como consecuencia de los efectos de las TLTRO y del APP. Por lo que respecta a las contrapartidas de M3

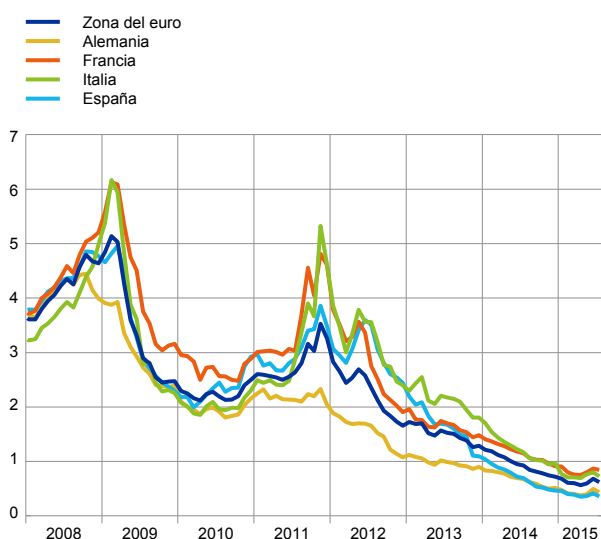
(véase gráfico 26), la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y el aumento del crédito a las Administraciones Públicas han sido los factores que más han contribuido al crecimiento monetario interanual en los últimos meses, mientras que la contribución del crédito al sector privado ha pasado a ser ligeramente positiva. La tasa de contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero continuó siendo acusada y se situó en el -6,5 % en julio de 2015, sin variación con respecto al segundo trimestre del año. La reducción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM obedece, en parte, al atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a largo plazo en los mercados, así como a las compras en el marco del APP. El crédito concedido por las IFM (incluido el

Eurosistema) a las Administraciones Públicas aumentó en julio, sobre todo como consecuencia del incremento de las tenencias de valores de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema en el marco de su programa de compras de valores públicos (PSPP), mientras que las entidades de crédito siguieron recortando sus tenencias de deuda pública. Esto último ofrece margen para que las inversiones de las IFM se reequilibren dirigiéndose a activos del sector privado. Al mismo tiempo, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja un considerable superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, disminuyó de nuevo en el segundo trimestre de 2015 y pasó a ser negativa en julio del mismo año. Las considerables salidas de activos exteriores netos en julio se registraron pese a la contribución persistentemente positiva del superávit por cuenta corriente.

### Gráfico 27

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

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Notas: La media de los tipos de interés de los depósitos de las nuevas operaciones (es decir, el coste agregado de los depósitos) y el coste de financiación mediante deuda no garantizada se han ponderado con los correspondientes saldos vivos.

### Los costes de financiación de las entidades de crédito aumentaron en el segundo trimestre de 2015, aunque se mantienen en niveles reducidos.

El análisis de los últimos años muestra que el coste agregado de la financiación de las entidades de crédito presenta una tendencia a la baja (véase gráfico 27), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Desde su anuncio, el programa ampliado de compra de activos ha contribuido significativamente a la reducción adicional de estos costes. El reciente incremento del coste de financiación de las entidades de crédito mediante deuda se debió al aumento de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que los tipos de los depósitos se mantuvieron estables en niveles históricamente bajos. En este contexto, [la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2015](#) mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación mediante depósitos minoristas y valores representativos de deuda se había deteriorado en el segundo trimestre de 2015, mientras que el acceso al mercado monetario y a

las titulizaciones mejoró, aunque en menor medida que en el trimestre anterior. No existen indicios de que los costes de los depósitos de las entidades de crédito estén pasando a niveles negativos como consecuencia del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE.

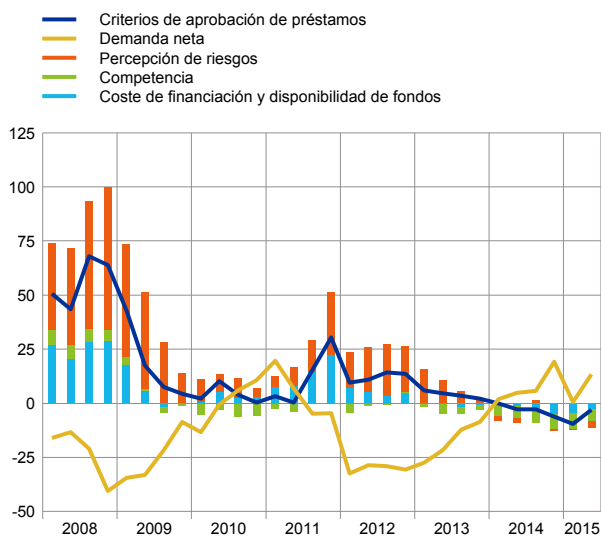
### Las condiciones de concesión del crédito se sustentan en la favorable evolución de la demanda de crédito y de los factores de oferta.

La encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2015 muestra que la mayor competencia entre las entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión de los préstamos a empresas y a hogares en el segundo trimestre de 2015, lo que coincidió con un aumento de la demanda neta de préstamos por parte de las

### Gráfico 28

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

(porcentaje neto medio por categoría)



Fuente: BCE.

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

empresas (véase gráfico 28). Las entidades de crédito también relajaron las condiciones de los nuevos préstamos en todas las categorías en dicho trimestre, principalmente debido al estrechamiento adicional de los márgenes de los préstamos ordinarios. En conjunto, esta evolución sugiere que el efecto moderador de los factores de oferta de crédito ha vuelto a reducirse y que el impacto de los factores de demanda sobre el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras está pasando a ser ligeramente positivo, lo que, a su vez, prestará un respaldo adicional al crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado. A este respecto, la encuesta de julio indica que en el segundo trimestre las entidades de crédito utilizaron los fondos de las TLTRO como sustitutos de la financiación en los mercados y para impulsar la oferta de crédito.

**Los tipos de interés del crédito bancario registraron un descenso adicional en el segundo trimestre, debido sobre todo a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE.** El coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y los hogares ha disminuido significativamente. En concreto, desde el tercer trimestre de 2014, cuando el

BCE reforzó sus medidas para dotar de un mayor grado de acomodación a la política monetaria, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la mejora de sus costes de financiación mediante la reducción de los tipos de interés de sus préstamos: los costes de financiación agregados de los hogares y de las sociedades no financieras de la zona del euro han descendido en torno a 70 puntos básicos y 75 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30). Datos recientes correspondientes a julio sugieren que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios han alcanzado mínimos históricos.

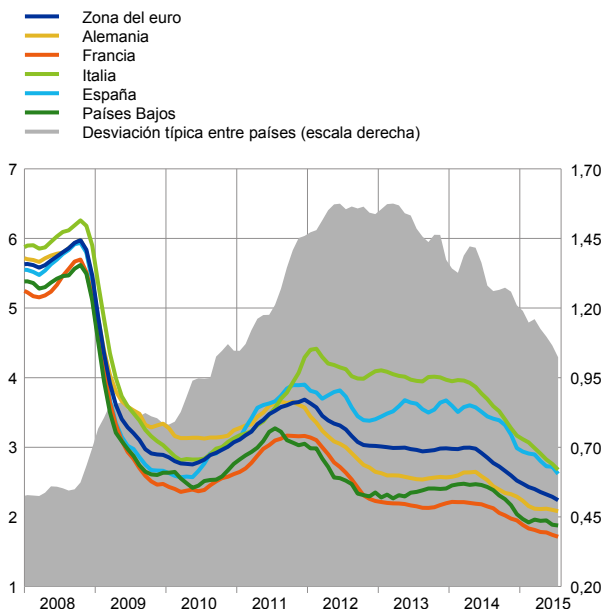
**Las divergencias entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios son significativas, pero cada vez menores.** Pese a algunos cambios alentadores en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de concesión siguen siendo heterogéneos entre los distintos países y sectores. A este respecto, el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 y el programa de compra de activos han contribuido a estrechar la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro con tasas de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras relativamente bajas también se han reducido de forma especialmente acusada los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a dichos préstamos.



**Gráfico 29**

Indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



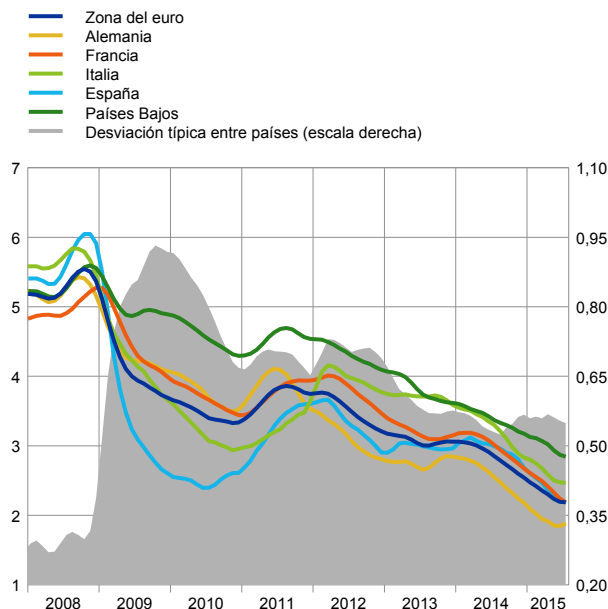
Fuente: BCE.

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

**Gráfico 30**

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

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

### El crecimiento de los préstamos al sector privado se va recuperando

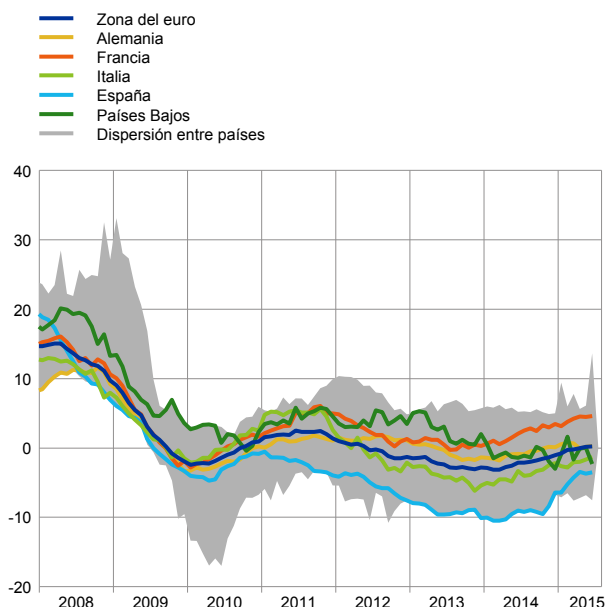
**gradualmente.** Ajustado de ventas y titulizaciones, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se incrementó y se situó en el 1,4 % en julio de 2015, frente al 0,9 % del segundo trimestre de 2015. Tras un prolongado período de contracción cada vez mayor, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se ha ido recuperando gradualmente desde principios de 2014, situándose en el 0,9 % en julio de 2015 (véase gráfico 31). Pese a esta mejora, la dinámica de estos préstamos continúa siendo discreta. El crecimiento de los préstamos a hogares mejoró nuevamente en el segundo trimestre y se situó en el 1,9 % en julio (véase gráfico 32). Como se ha indicado anteriormente, esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario, que ha sido generalizada en la zona del euro desde el verano de 2014, así como por la mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la atonía económica y las condiciones relativamente duras de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito en algunas partes de la zona del euro.

**Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el segundo trimestre de 2015, tras el fortalecimiento del trimestre anterior.** En el segundo trimestre, la financiación externa de las sociedades no financieras se situó en niveles similares a los observados a principios de 2012 y en 2004-2005 (véase gráfico 33), y estuvo



**Gráfico 31**  
Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

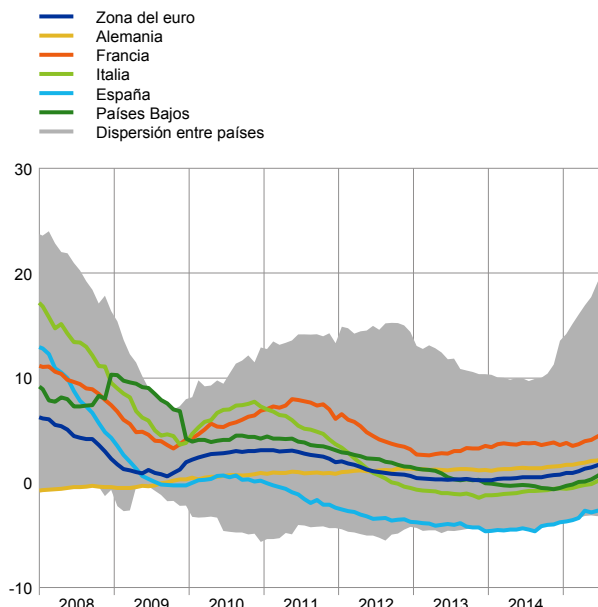


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 32**  
Préstamos de las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)

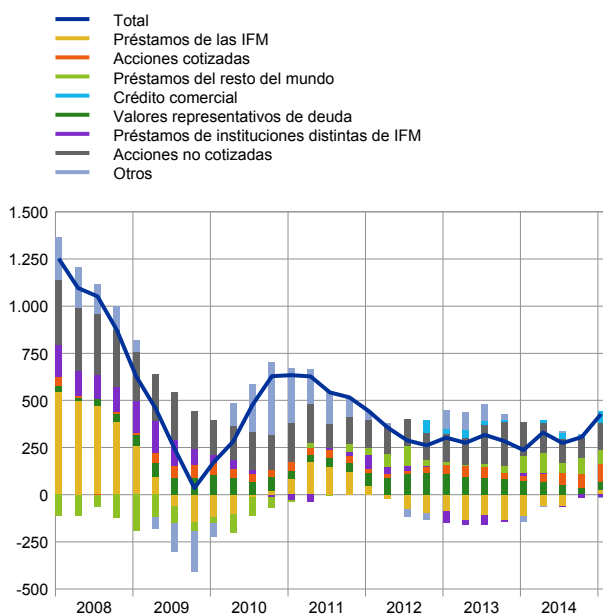


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 33**  
Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los préstamos de IFM y los préstamos de instituciones distintas de IFM (incluyen otros intermediarios financieros y empresas de seguros y fondos de pensiones) están corregidos por ventas y titulaciones. «Otros» es la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico e incluye préstamos entre empresas relacionadas y el reajuste entre los datos de las cuentas financieras y no financieras. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2015.

respaldada por el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el coste muy reducido de los valores de renta fija. Al mismo tiempo, en relación con los bajos costes de oportunidad, las sociedades no financieras, en particular las empresas cotizadas, mantuvieron saldos de efectivo históricamente elevados como colchones de liquidez por motivo de precaución y posiblemente también para financiar posibles fusiones y adquisiciones en el futuro.

**Los datos recientes muestran que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras registró una moderación en mayo y en junio de 2015.** Esta evolución se observó tras el aumento de la emisión directa e indirecta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares en el primer trimestre de 2015, a raíz de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP). Las empresas incrementaron su recurso a la financiación en los

mercados entre enero y abril de 2015, con el fin de beneficiarse de las condiciones muy favorables de los mercados y de los reducidos tipos de interés.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó ligeramente en el segundo trimestre de 2015, tras situarse en niveles históricamente bajos en febrero.**

Este incremento estuvo determinado por la caída de los precios de los activos financieros en el segundo trimestre, que se tradujo en un aumento del coste de financiación mediante valores de renta fija y mediante acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro, que en julio y en agosto de 2015 se situó en torno a 45 puntos básicos, en promedio, por encima del nivel observado en febrero. El mayor coste de la financiación en los mercados quedó parcialmente compensado por las continuas disminuciones de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios en el segundo trimestre de 2015.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Se prevé que continúe la mejora del saldo presupuestario de la zona del euro como consecuencia de la recuperación cíclica y de los bajos tipos de interés. No obstante, sobre la base de la información disponible, se estima que la mejora estructural se ha detenido. De cara al futuro, en muchos países será necesario realizar esfuerzos de consolidación fiscal adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.*

**Se espera que, en promedio, el déficit presupuestario de la zona del euro continúe disminuyendo.** Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá desde el 2,4 % del PIB en 2014 hasta el 1,7 % del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Se espera que la mejora presupuestaria se deba enteramente al impacto cíclico y al menor

**Cuadro 1**  
Evolución fiscal en la zona del euro

(porcentaje del PIB)

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

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

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, incluida Lituania (también para el período anterior a 2015). Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

gasto por intereses previstos en el escenario de referencia. En comparación con las proyecciones de junio de 2015, las perspectivas en lo que respecta al déficit general de 2015 prácticamente no han variado, debido al hecho de que, desde entonces, solo se han adoptado algunas medidas presupuestarias, mientras que para los años siguientes las proyecciones indican que la mejora del déficit será más moderada como consecuencia de una recuperación económica algo menos favorable.

**Según las proyecciones, el saldo estructural prácticamente no experimentará variación hasta 2017.** Ello se debe a las mejoras por el lado del gasto, principalmente en forma de menor gasto por intereses, que se prevé se compensará, en gran medida, con recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales por el lado de los ingresos en varios países. Se espera que, en conjunto, el déficit presupuestario de la zona del euro en términos estructurales se reduzca ligeramente desde el 1,8 % del PIB en 2014 hasta el 1,7 % del PIB en 2017, cifra ligeramente superior a la prevista en las proyecciones de junio.

**Se prevé que la deuda de las Administraciones Públicas se reduzca gradualmente durante el horizonte de proyección, aunque se mantendrá en un nivel elevado.** Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda desde el nivel máximo del 91,7 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 89,4 % del PIB al final del horizonte de proyección, como muy tarde. La mejora de las perspectivas de deuda, que no se está produciendo tan rápidamente como se esperaba en las proyecciones de junio, se debe principalmente a una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como a una mejora gradual del saldo primario. Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda se tornen favorables, especialmente a medida que desaparezca el impacto de la asistencia al sector financiero, que ha incrementado la deuda. Para más información sobre el impacto fiscal de la asistencia al sector financiero y los riesgos fiscales asociados a ella, véase el artículo titulado «El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero durante la crisis», en la presente edición del Boletín Económico. Como las proyecciones indican que el nivel de deuda sigue siendo elevado en muchos países de la zona del euro, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda se sitúe en una senda firme descendente. Esto es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantean el envejecimiento de la población y los crecientes costes de atención sanitaria.

**Se espera que la insuficiencia de esfuerzos estructurales que indican las proyecciones aumente la brecha con respecto a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).** Se prevé que la orientación general de la política fiscal en 2015 sea básicamente neutral, lo que resulta apropiado en el entorno actual de debilidad económica, en el que las políticas fiscales deberían respaldar la recuperación económica garantizando, al mismo tiempo, la sostenibilidad de la deuda. No obstante, en las recomendaciones específicas para cada país formuladas en junio, el Consejo Europeo identificó riesgos de incumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural establecidas en el PEC en 12 de los 17 países de la zona

del euro considerados (véase gráfico 8). Por consiguiente, será importante que particularmente los países que todavía presenten necesidades de consolidación hagan un mayor hincapié en la sostenibilidad de la deuda y logren avanzar hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo. En los proyectos de planes presupuestarios para 2016 debe exponerse con claridad cómo se proponen cumplir las recomendaciones específicas los Gobiernos cuyos esfuerzos estructurales han sido insuficientes para responder a sus compromisos en el marco del PEC, a fin de asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE mediante una reducción más rápida del déficit.