

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La actividad económica mundial continuó siendo moderada en el tercer trimestre de 2015, con diferencias sustanciales entre las principales economías. El ritmo de crecimiento pareció ralentizarse en Estados Unidos y el Reino Unido, tras el fortalecimiento de la actividad en el segundo trimestre, mientras que en Japón se mantuvo relativamente débil. En China, los datos correspondientes al tercer trimestre siguen apuntando a una desaceleración económica progresiva. En las economías emergentes, la anterior caída de los precios de las materias primas se tradujo en crecimientos dispares entre los países importadores y los países exportadores de materias primas. La atonía del comercio mundial se mantiene, mientras que la inflación mundial se ha estabilizado en niveles bajos en los últimos meses.

Los mercados financieros de la zona del euro continuaron exhibiendo cierta volatilidad. Los rendimientos de la deuda pública se redujeron significativamente en todos los países que la integran y, en concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB cayó en torno a 30 puntos básicos desde el 1 de septiembre, hasta situarse en el 1,16% el 21 de octubre. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro registraban un avance del 2%, aproximadamente, al cierre de este período, pese a haber experimentado significativas fluctuaciones y una caída temporal de alrededor del 6%. El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo básicamente estable.

Aunque el entorno exterior es menos favorable, la recuperación económica de la zona del euro continúa sustentada cada vez más en factores internos, y en particular, en el consumo privado. En términos intertrimestrales, el PIB real avanzó un 0,4% en el segundo trimestre de 2015, tras un aumento del 0,5% en el trimestre anterior. Los indicadores más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento bastante similar en el tercer trimestre. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica siga recuperándose, aunque lastrada por una demanda externa más débil de lo esperado. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto positivo en 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 apoyo de esta forma al consumo privado y a la inversión. Sin embargo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan apuntando a la baja y reflejan, en especial, la intensificación de la incertidumbre acerca de la evolución de los acontecimientos en las economías emergentes, que podría suponer un freno

adicional para el crecimiento mundial y la demanda de exportaciones de la zona del euro. La mayor incertidumbre que se ha puesto de manifiesto recientemente en la evolución de los mercados financieros también podría tener repercusiones negativas en la demanda interna de la zona del euro.

Como reflejo del descenso de los precios de la energía, la inflación general volvió a caer a niveles negativos en septiembre, situándose en el  $-0,1\%$ , mientras que la inflación medida por el IAPC, excluida la energía, permaneció estable en el  $0,9\%$ . Sobre la base de la información disponible y los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC continúe siendo muy reducida a corto plazo, pero que aumente hacia finales de año, debido sobre todo 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 en 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, la transmisión de anteriores depreciaciones del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros del petróleo de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años. Sin embargo, existen riesgos derivados de las perspectivas económicas y de la evolución de los mercados financieros y de materias primas, que podrían ralentizar más el aumento gradual de las tasas de inflación hacia niveles próximos al  $2\%$ .

A pesar de registrar una ligera moderación, el crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo robusto en agosto, impulsado nuevamente por sus componentes más líquidos. La importancia de las fuentes internas de creación de dinero siguió creciendo, en parte como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. Se apreció una reducción continuada de los pasivos financieros a más largo plazo y un aumento de los flujos de crédito, reflejo, este último, del impacto del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, el crecimiento del crédito se mantuvo en una senda de recuperación gradual, pese a las dificultades en algunos países. Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras volvieron a disminuir en agosto, en gran parte gracias a las medidas no convencionales del BCE. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2015 indica que los cambios en los criterios de aprobación de los préstamos y la demanda de crédito siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos.

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 22 de octubre de 2015, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, las compras de activos progresan satisfactoriamente y siguen teniendo un impacto favorable en el coste y en la disponibilidad del crédito para empresas y hogares. El Consejo de Gobierno puso de relieve que la intensidad y la persistencia de los factores que están retrasando actualmente el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque

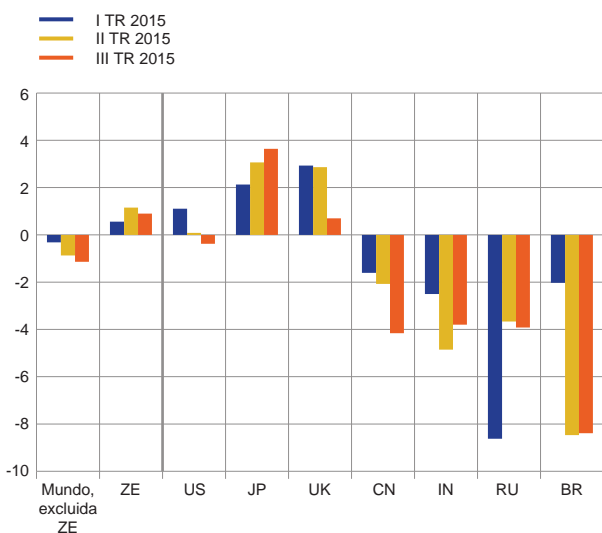
próximos, al 2% a medio plazo requieren un análisis profundo. Este órgano rector está realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de inflación. En este contexto, será necesario volver a examinar el grado de acomodación de la política monetaria en la reunión de política monetaria de diciembre, una vez que estén disponibles las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema. El Consejo de Gobierno destacó su disposición y capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato, a fin de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria. En particular, recordó que el APP ofrece flexibilidad suficiente para ajustar su volumen, composición y duración, y subrayó que, mientras tanto, continuarán ejecutándose plenamente las 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 del BCE de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

# 1 Entorno exterior

## Los indicadores mundiales sugieren que el crecimiento del PIB real mundial siguió siendo moderado en el tercer trimestre de 2015, con divergencias sustanciales entre las principales economías.

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

(índice de difusión; desviaciones de la media de largo plazo)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las medias de largo plazo se refieren al período transcurrido a partir de 1999 o, si los datos comienzan más tarde, a partir de la primera observación disponible. Datos disponibles a partir de septiembre de 2007 para Japón, noviembre de 2005 para China, diciembre de 2005 para India, octubre de 2001 para Rusia y marzo de 2007 para Brasil.

El índice PMI compuesto de producción global, excluida la zona del euro, descendió ligeramente en el tercer trimestre y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo (gráfico 1), lo que sugiere que el crecimiento del PIB ha seguido siendo moderado. La evolución muestra algunas divergencias entre las economías avanzadas, aunque el índice PMI compuesto trimestral de Estados Unidos, Reino Unido y Japón se mantuvo en niveles próximos o superiores a las medias de largo plazo. Al mismo tiempo, en las economías emergentes, los índices PMI siguieron afectando al índice global, observándose una notable debilidad en el índice PMI trimestral de producción de Brasil en el tercer trimestre.

### Continúa la atonía del comercio mundial.

Por primera vez desde 2009, el crecimiento del comercio mundial se tornó negativo en el primer semestre de 2015. En el tercer trimestre, las importaciones mundiales de mercancías, en términos reales, se estabilizaron en julio de 2015, con un crecimiento nulo en tasa intertrimestral, frente al -0,5% registrado en junio. No obstante, las

perspectivas del comercio mundial continúan siendo frágiles, como sugiere la nueva caída del PMI global de nuevos pedidos exteriores en septiembre, al mantenerse el índice por debajo del umbral de 50 por tercer mes consecutivo.

### La inflación general a escala mundial se ha estabilizado en un nivel reducido en los últimos meses.

La inflación interanual en los países de la OCDE se ha mantenido sin variación en el 0,6% desde mayo de 2015. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en estos países también se mantuvo estable en el 1,7% en agosto. En lo que respecta a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación se redujo en China y Brasil, mientras que aumentó ligeramente en Rusia. En Rusia y Brasil la inflación sigue siendo elevada, como consecuencia del impacto alcista de la depreciación de la moneda en los precios de importación.

### El crecimiento de la actividad en Estados Unidos parece haberse ralentizado en el tercer trimestre de 2015, tras el sólido repunte observado en el segundo trimestre.

El crecimiento del PIB real fue robusto en el segundo trimestre, con una tasa intertrimestral del 1% (frente al 0,2% del trimestre anterior). El gasto en consumo siguió siendo el principal motor del crecimiento y se espera que continúe siendo vigoroso, favorecido por el aumento de las rentas reales, la menor carga

financiera, los bajos tipos de interés y el descenso de los precios de la gasolina. Al mismo tiempo, la debilidad del sector manufacturero parece haberse intensificado recientemente, como indica la caída del índice de manufacturas del Institute of Supply Management en los tres últimos meses. Además, los datos recientes sobre el comercio sugieren que la demanda exterior neta podría ser un lastre para la actividad en el tercer trimestre, en un contexto de fortaleza del dólar estadounidense y de relativa debilidad de la demanda externa. El mercado de trabajo ha seguido mejorando, aunque a un ritmo más lento que en anteriores meses del año. La inflación se ha mantenido en niveles reducidos, con un crecimiento nulo de la inflación interanual medida por el IPC en septiembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación experimentó un ligero aumento, hasta el 1,9%, como resultado de un incremento de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios.

### **En Japón, el pulso de la economía ha seguido siendo relativamente débil, tras un descenso de la actividad económica en el segundo trimestre de este año.**

El PIB real se redujo en el segundo trimestre (−0,3% en tasa intertrimestral), debido, en parte, a factores transitorios, como las adversas condiciones meteorológicas, pero también como resultado de la notable debilidad del consumo privado y de la demanda externa. Los indicadores mensuales disponibles para el tercer trimestre dibujan un panorama dispar. Aunque el aumento del índice de consumo sintético en agosto sugiere un repunte del gasto en consumo, la confianza de los consumidores sigue siendo frágil. Al mismo tiempo, los pedidos básicos de maquinaria del sector privado —un indicador adelantado del gasto en inversión empresarial— se redujeron considerablemente en julio y agosto. La inflación general interanual, medida por el IPC, siguió siendo reducida en agosto, pero, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa mantuvo su gradual tendencia alcista.

### **La economía del Reino Unido se encamina hacia una desaceleración moderada en el segundo semestre del año.**

En el segundo trimestre de 2015, el crecimiento del PIB real repuntó hasta una tasa intertrimestral del 0,7%. La demanda interna siguió respaldando el crecimiento, ya que los bajos precios de la energía proporcionaron un alivio temporal para la renta real disponible y el consumo, mientras que la demanda exterior neta contribuyó de forma positiva y notable al crecimiento en el segundo trimestre de 2015. Los indicadores de corto plazo, en particular los datos de la encuesta PMI del sector servicios, muestran una tendencia a la baja, lo que sugiere una desaceleración del crecimiento económico. La tasa de desempleo se redujo hasta el 5,4% en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2015, mientras que el crecimiento de los ingresos se estabilizó en torno al 3%. La inflación interanual medida por el IPC sigue manteniéndose cercana a cero, debido a los bajos precios de la energía y de los alimentos, mientras que si se excluyen estos dos componentes, la inflación se situó, en promedio, en torno al 1% en el tercer trimestre de 2015.

### **En China, los datos recientes siguen siendo en general coherentes con una gradual desaceleración de la economía.**

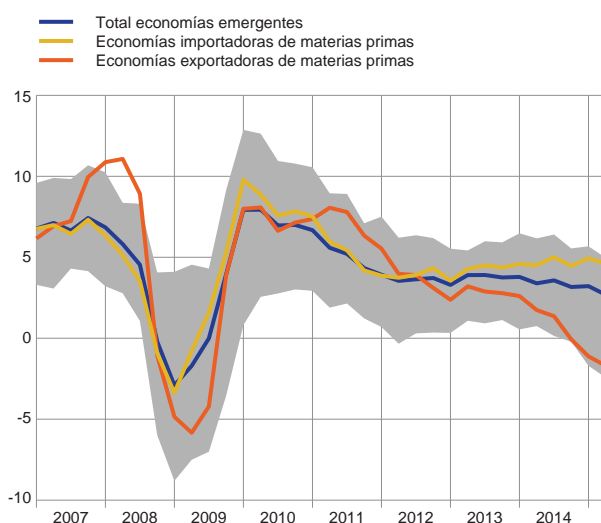
El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1,8% en el tercer trimestre de 2015, sin variación con respecto

al trimestre anterior. Si bien algunos indicadores —en particular, los asociados a las industrias pesadas y a la construcción— han mostrado un claro retroceso en los últimos trimestres, los cambios estructurales en curso en la economía —en detrimento de las industrias pesadas, en favor de los servicios y del consumo—, sumados a la mayor capacidad de resistencia de los otros sectores, sugieren que, en general, los datos disponibles siguen siendo coherentes con la situación de una economía que experimenta una gradual desaceleración. La actividad está siendo respaldada por las anteriores medidas de estímulo monetario y fiscal que se están dejando sentir en la economía, protegiéndola de una desaceleración más acusada. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas. En el recuadro 1 se analizan el papel de China en el comercio mundial y sus vínculos comerciales con la zona del euro.

**El impulso del crecimiento continúa siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes.** Las economías emergentes están sufriendo una constelación de perturbaciones, incluidos la acusada caída de los precios

**Gráfico 2**  
Crecimiento del PIB en las economías emergentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y Haver Analytics.

Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2015.

Las líneas representan medias ponderadas por el PIB del crecimiento del PIB en las economías emergentes. El rango muestra percentiles del 10%-90% del crecimiento en 23 economías del grupo. Las economías importadoras de materias primas son: Hong-Kong, India, Corea, Malasia, Singapur, Taiwán, Tailandia, Turquía, México, Polonia, República Checa y Hungría. El grupo de economías exportadoras de materias primas lo integran: Rusia, Sudáfrica, Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia y Venezuela.

de las materias primas, el endurecimiento de las condiciones de financiación externas y la desaceleración de la economía china. La anterior caída de los precios de las materias primas ha dado lugar a una divergencia entre las economías importadoras y las economías exportadoras de productos básicos (véase gráfico 2). La actividad ha mantenido su capacidad de resistencia en los países importadores de materias primas (India, Turquía y los países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro), mientras que en los países exportadores ha continuado el retroceso. La desaceleración ha sido especialmente acusada en dos grandes países exportadores de materias primas —Rusia y Brasil—, en los que las recesiones se intensificaron en el segundo trimestre de 2015.

**Tras una nueva caída durante el verano, los precios del petróleo se estabilizaron en general en septiembre y octubre, reflejando las primeras señales de una moderación del exceso de oferta.**

Por el lado de la oferta, la OPEP mantuvo su producción en niveles casi récord, con Arabia

Saudita e Irak a la cabeza, aunque continuó la desaceleración del crecimiento de la producción. Al mismo tiempo, los precios más bajos y la reducción de las inversiones parecen haber provocado una caída gradual de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) de Estados Unidos. Por el lado de la demanda, el crecimiento de la demanda mundial de petróleo se mantuvo por encima de la tendencia —estimulado por los bajos precios del crudo—, aunque,

en general, siguió siendo demasiado débil para mantenerse al ritmo del crecimiento de la oferta. En el recuadro 2 se examinan los factores determinantes del reciente aumento de la volatilidad de los precios del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas no han experimentado variación en los dos últimos meses.

## 2 Evolución financiera

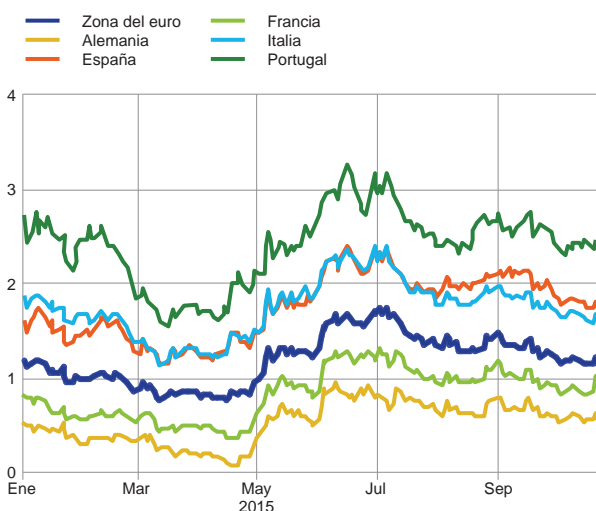
**Durante el período de referencia, comprendido entre el 2 de septiembre y el 21 de octubre de 2015, los rendimientos de la deuda pública se redujeron significativamente en toda la zona del euro.** El rendimiento de la deuda soberana

a diez años de la zona del euro, ponderado por el PIB, experimentó un descenso de alrededor de 30 puntos básicos y se situó en el 1,16% al final del período considerado (véase gráfico 3). Gran parte de esta caída se produjo inmediatamente después de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés), celebrada a mediados de septiembre, en la que se decidió no subir los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Los rendimientos de la deuda soberana se redujeron en casi toda la zona del euro, pero los países con calificaciones crediticias más bajas registraron disminuciones más acusadas que los países con calificaciones más altas. Esta evolución se tradujo en una contracción adicional de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania.

**Gráfico 3**

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

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 21 de octubre.

**El descenso de los tipos *forward* del eonia fue acorde con la evolución de los mercados de deuda soberana.** Durante el período analizado, toda la curva

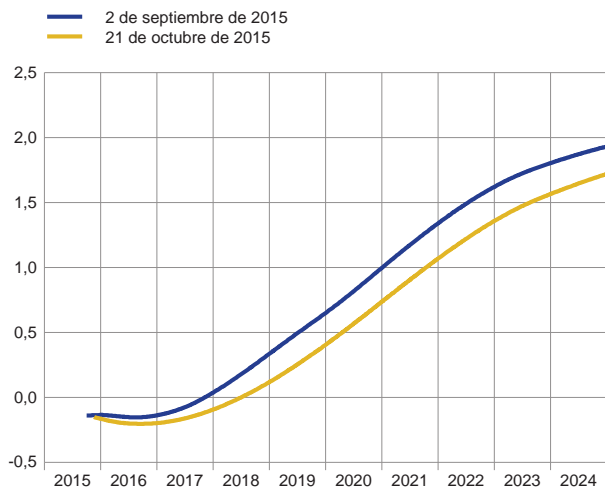
de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja en torno a 20 puntos básicos, salvo en los tramos más cortos, en los que la facilidad de depósito del BCE ancla los tipos en un nivel próximo a -20 puntos básicos (véase gráfico 4). Los tipos diarios del eonia se mantuvieron estables en una estrecha banda comprendida entre -12 y -15 puntos básicos en dicho período.

**Durante el período analizado, los mercados bursátiles de la zona del euro registraron ligeras subidas, en general, tras haber retrocedido temporalmente alrededor del 6%.** El índice EURO STOXX 50 experimentó un avance del 2%, aproximadamente, entre principios de septiembre y el 21 de octubre.

Las cotizaciones bursátiles registraron fluctuaciones significativas durante dicho período, y el mercado de renta variable de la zona del euro perdió en torno a un 6% a finales de septiembre, debido, en parte, a las presiones que sufrió a la baja

**Gráfico 4**  
Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

después de la reunión del FOMC y de que saliera a la luz el asunto relacionado con Volkswagen.

El mercado de renta variable de Estados Unidos, medido por el índice Standard&Poor's 500, tuvo mejor comportamiento que los mercados bursátiles de la zona del euro y finalizó el período con una ganancia de alrededor del 4%.

**Pese a descender ligeramente, la volatilidad se mantuvo algo por encima de los bajos niveles observados en la primera mitad del año.**

Tras el acusado incremento de la volatilidad de los mercados asociada a la depreciación del renminbi chino y las considerables fluctuaciones bursátiles que la sucedieron, la evolución reciente ha sido relativamente moderada, lo que se ha traducido en una disminución de la volatilidad. Al final del período analizado, las medidas de la volatilidad implícita en los mercados de renta variable de la zona del euro

y de Estados Unidos se situaron solo ligeramente por encima de los bajos niveles observados en la primera mitad del año.

**El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable.**

En términos bilaterales, el euro se apreció un 0,9% frente al dólar estadounidense, como consecuencia del cambio en las expectativas de los mercados sobre la orientación futura de la política monetaria en Estados Unidos. La moneda única también se apreció frente al yen japonés, las monedas de la mayor parte de las economías emergentes y las de varios países de Europa Central y Oriental, pero se depreció frente a la libra esterlina, la corona sueca, el rublo ruso y las monedas de los países exportadores de materias primas.

### 3 Actividad económica

**Aunque el entorno exterior es menos favorable, la recuperación económica de la zona del euro continúa cada vez más sustentada en factores internos, y en particular en el consumo privado.** En términos intertrimestrales, el producto avanzó un 0,4% en el segundo trimestre de 2015, tras un aumento del 0,5% en el trimestre anterior (véase gráfico 5)<sup>1</sup>. Los indicadores más recientes apuntan a un ritmo de avance del PIB bastante similar en el tercer trimestre. Si se analiza la trayectoria de la recuperación hasta el momento, se observa que el producto acumula casi dos años y medio de crecimiento, y en el segundo trimestre de 2015 el PIB real de la zona del euro se situó un 2,7% por encima del mínimo registrado

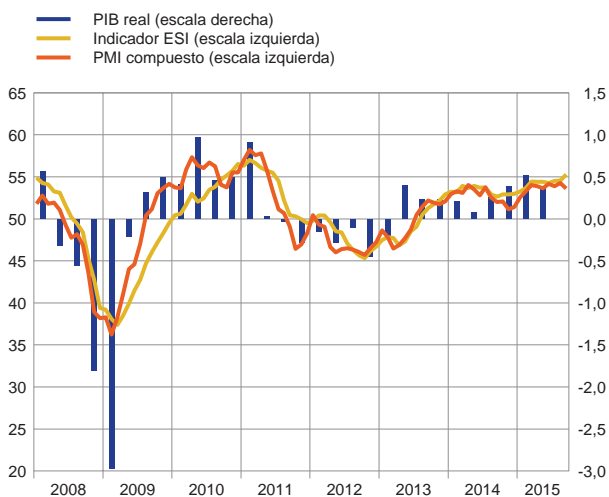
<sup>1</sup> En la segunda publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro de Eurostat, el crecimiento para el primer y segundo trimestres de 2015 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales.



## Gráfico 5

### PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

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

en el primer trimestre de 2013, pese a que sigue estando un 0,8 % por debajo del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

### El consumo privado continúa siendo el principal motor de la recuperación actual.

La tendencia del consumo se ha reforzado como resultado del aumento de la renta, el descenso de los precios del petróleo y el desapalancamiento progresivo de los hogares (véase también recuadro 3). Los incrementos registrados en la renta real disponible total desde principios de 2013 han ido asociados sobre todo a las mejoras del mercado de trabajo, lo que sugiere que la recuperación del consumo privado es consecuencia, fundamentalmente, del avance de la recuperación económica interna. Desde la segunda mitad de 2014, la caída de los precios del petróleo también ha respaldado la renta real y, por tanto, el consumo privado. En lo que respecta a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre el comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles, así como los datos de las encuestas

de opinión relativos a la confianza de los consumidores, señalan un aumento continuo y sólido del consumo privado.

### En cambio, desde el inicio de la crisis la inversión ha carecido de dinamismo y se ha mantenido en niveles moderados en la primera mitad de 2015.

La inversión se sitúa actualmente un 15% por debajo del nivel alcanzado antes de la crisis, en 2008. Ello obedece, principalmente, al pronunciado descenso de la demanda interna y externa, la reducida rentabilidad de las empresas, el largo período de condiciones de financiación desfavorables y la elevada incertidumbre general, así como a la menor inversión pública y los ajustes del mercado de la vivienda en varios países. Recientemente, la inversión se ha mostrado algo volátil, registrando un fuerte incremento en el primer trimestre de 2015 antes de volver a caer en el segundo trimestre. Este perfil refleja, fundamentalmente, la evolución de la inversión residencial, que se vio impulsada en el primer trimestre por unas condiciones meteorológicas favorables en algunas partes de la zona del euro. La reciente evolución de la producción de bienes de equipo apunta a un aumento adicional de la inversión, excluida la construcción, en la zona del euro en el tercer trimestre, mientras que la producción de la construcción sugiere que continúa la falta de dinamismo de este sector. Asimismo, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que las condiciones de concesión de crédito continúan siendo favorables y que la demanda de préstamos por parte de las empresas para financiar la inversión está aumentando. De cara al futuro, se espera una recuperación cíclica de la inversión, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, la mejora de los márgenes y la reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Sin embargo,

la necesidad de continuar con el desapalancamiento de las empresas en algunos países y las menores perspectivas de crecimiento a largo plazo de los inversores podrían tener un impacto adverso sobre el ritmo de la recuperación.

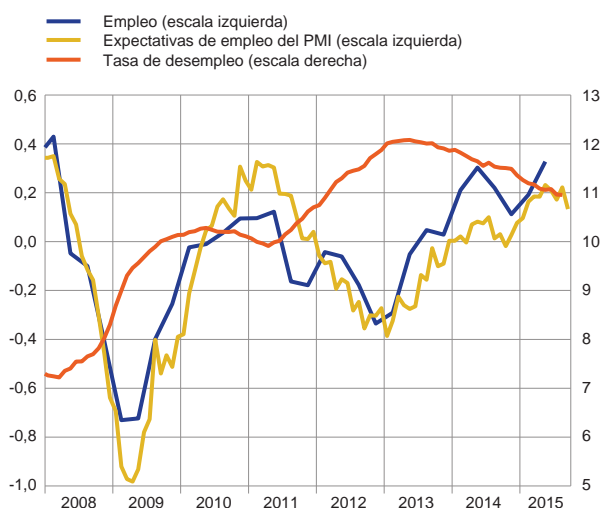
**Es probable que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se haya ralentizado en el tercer trimestre, como consecuencia de la atonía del comercio mundial.** Los datos sobre comercio de julio y agosto indican que el crecimiento de las exportaciones se habría ralentizado en el tercer trimestre de 2015, probablemente como resultado del débil ritmo de crecimiento de las economías emergentes y la gradual desaceleración en China. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan un nuevo deterioro de la demanda externa y del crecimiento de las exportaciones a corto plazo. Además, la reciente apreciación del euro podría afectar a las exportaciones en el futuro.

**En general, los indicadores más recientes apuntan a la continuidad de la expansión económica en la segunda mitad de este año.** Tanto los datos cuantitativos como los cualitativos están en consonancia con una tasa de crecimiento sostenido similar a la registrada en el segundo trimestre. En julio y agosto, la producción industrial, excluida la construcción, se situó, en promedio, un 0,3% por encima del nivel medio del

segundo trimestre, período en el que descendió un 0,1% en tasa intertrimestral. El indicador de sentimiento económico mejoró entre el segundo y el tercer trimestre de este año, mientras que el índice PMI compuesto de producción no experimentó variación (véase gráfico 5).

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y BCE.

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

**La situación del mercado de trabajo continúa mejorando gradualmente.**

En el segundo trimestre de 2015, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,3% en tasa intertrimestral (véase gráfico 6), el mayor incremento interanual registrado desde el segundo trimestre de 2008. En consecuencia, el empleo se situó un 0,9% por encima del nivel registrado un año antes. La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, volvió a caer en el segundo trimestre de 2015, antes de estabilizarse, en general, en el 11% en julio y agosto. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas apunta a que el mercado de trabajo seguirá registrando mejoras graduales en los próximos meses.

**De cara al futuro, se espera que la recuperación económica continúe, aunque lastrada, en particular, por una demanda externa más débil.** 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

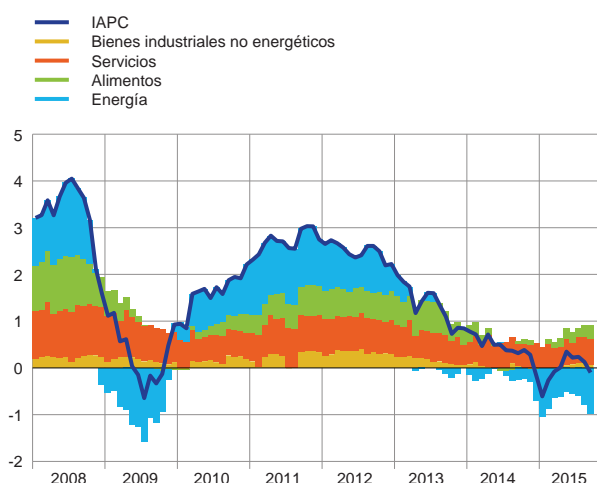
estructurales. Asimismo, el descenso de los precios del petróleo debería respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Sin embargo, los ajustes necesarios en los balances en algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales siguen frenando la recuperación de la demanda interna en la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan apuntando a la baja y reflejan, en especial, la intensificación de la incertidumbre acerca de la evolución de los acontecimientos en las economías emergentes. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

## 4 Precios y costes

**La inflación general volvió a caer, hasta situarse en niveles negativos en septiembre.** Esto fue reflejo del descenso de los precios de la energía. Según Eurostat,

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del  $-0,1\%$  en septiembre de 2015, frente al  $0,1\%$  de agosto (véase gráfico 7). La reducción de la tasa de variación de los precios de la energía contrarrestó con creces el ligero avance de la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos, que ha aumentado durante dos meses consecutivos. Esta evolución fue resultado principalmente de incrementos más acusados de los precios del componente de legumbres y hortalizas de los alimentos no elaborados con respecto al año anterior.

**La inflación subyacente se estabilizó tras el repunte registrado anteriormente.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación en septiembre, en el  $0,9\%$ . Aunque la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos, que fue el principal factor impulsor del reciente incremento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se redujo

en septiembre (hasta el  $0,3\%$ , desde el  $0,4\%$ ), la tasa de variación de los precios de los servicios permaneció estable en el  $1,2\%$ . Otros indicadores de la inflación subyacente en la zona del euro, como el índice de difusión y una medida basada en un modelo de factores dinámicos<sup>2</sup>, tampoco han experimentado nuevos

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», Boletín Económico, Número 5, BCE, julio de 2015.

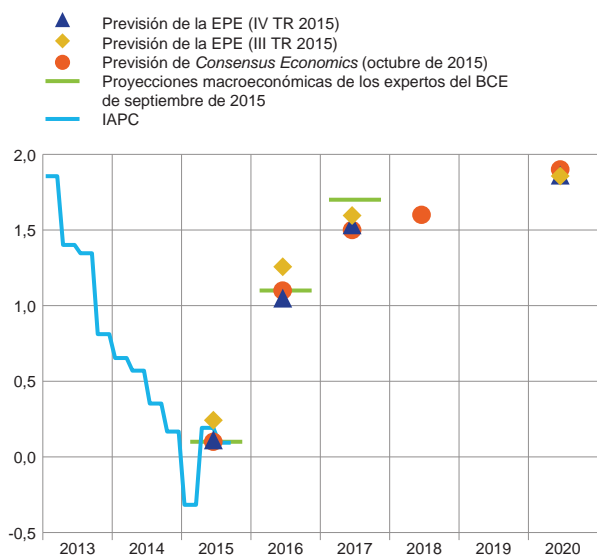
aumentos recientemente, aunque en septiembre de 2015 todos los indicadores seguían registrando niveles más elevados que a principios de año. La transmisión de los efectos de la depreciación del tipo de cambio del euro en comparación con principios de este año continúa, si bien parte de la pérdida de impulso del repunte de la inflación subyacente puede atribuirse al reciente fortalecimiento del tipo de cambio de la moneda única y a los efectos indirectos de las nuevas caídas de los precios del petróleo observadas recientemente (véase el recuadro 1 sobre la volatilidad de los precios del petróleo).

**Aunque el crecimiento de los precios de importación sigue siendo robusto, los indicadores de presiones latentes internas sobre la inflación subyacente apuntan a que continuará siendo débil en los próximos meses.** Pese a observarse ciertas presiones a la baja procedentes de la reciente apreciación del euro, los precios de importación de los bienes de consumo no energéticos continúan registrando sólidas tasas de variación interanual. A escala interna, los indicadores de presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo no energéticos siguen señalando una evolución débil en toda la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se mantuvo contenida en agosto, en el 0,1 %, por segundo mes consecutivo. Del mismo modo, los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta septiembre, indican que persisten las débiles presiones inflacionistas internas sobre los precios industriales. Es probable que los datos de septiembre sobre los precios industriales y los precios de importación muestren un nuevo debilitamiento, ya que los efectos de la reciente apreciación del euro y el descenso de los precios del petróleo continúan dejándose sentir.

**Los márgenes de beneficio contribuyeron a un ligero aumento de las presiones latentes internas, mientras que las presiones de los costes laborales siguieron siendo moderadas.** El ritmo de crecimiento interanual de los salarios de la zona del euro no varió en el segundo trimestre de 2015, en términos de la remuneración por asalariado, mientras que fue algo más débil en términos de horas trabajadas. El crecimiento de la remuneración por asalariado fue similar al de los salarios negociados, lo que implica que el impacto de los componentes de la deriva salarial, como las primas, fue reducido. Como el ritmo de avance de la productividad fue superior al de la remuneración por asalariado, el crecimiento de los costes laborales unitarios siguió disminuyendo en el segundo trimestre de 2015. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) cobró fuerza, lo que puede haberse visto favorecido por el descenso de los costes de los bienes intermedios y por unos costes salariales moderados. Como consecuencia de la evolución de los costes laborales y de los márgenes, el crecimiento del deflactor del PIB —que es un indicador general de las presiones inflacionistas internas— se fortaleció de nuevo en el segundo trimestre de 2015 y continuó la tendencia al alza observada desde el tercer trimestre de 2014.

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

(tasas de variación interanual)



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

Nota: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta el tercer trimestre de 2015.

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables, mientras que los correspondientes a las expectativas a corto y a medio plazo han retrocedido ligeramente (véase gráfico 8).**

Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2015 (la más reciente) indican que los expertos han revisado a la baja sus expectativas de inflación para 2015, 2016 y 2017, situándola en el 0,1 %, el 1 % y el 1,5 %, respectivamente, reflejo, en gran parte, del impacto de la caída de los precios del petróleo (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Sin embargo, las expectativas de inflación a más largo plazo, a cinco años vista, se mantuvieron sin variación en el 1,9 %.

**Los indicadores de mercado más recientes de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en niveles prácticamente iguales a los de principios de septiembre.** Después de

descender en septiembre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación volvieron a aumentar a partir de comienzos de octubre y finalizaron el período de referencia básicamente sin variación. Más concretamente, en septiembre el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años cayó desde el 1,69 % hasta el 1,57 %. Posteriormente, a partir de principios de octubre, se incrementó hasta situarse en el 1,68 %. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ligeramente por debajo del nivel máximo alcanzado localmente a principios de julio. En comparación con los indicadores de opinión de las expectativas de inflación, que son más estables, los cambios observados recientemente en las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado también pueden ser atribuibles a las variaciones de la prima de riesgo de inflación que reflejan la evolución de la incertidumbre macroeconómica.

**Sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC continúe siendo negativa o reducida hasta noviembre de 2015, y que aumente hacia finales de año, debido sobre todo 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 en 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. Sin embargo, existen riesgos derivados de las perspectivas económicas y de la evolución de los mercados financieros y de materias primas, que podrían ralentizar más el aumento gradual de las tasas de inflación hacia niveles más próximos al 2 %.

## 5 Dinero y crédito

### El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.

No obstante, la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó en agosto (véase gráfico 9). El crecimiento de este agregado monetario sigue estando impulsado por

la vigorosa evolución de M1, cuya tasa de crecimiento interanual descendió ligeramente en agosto.

El robusto avance de los depósitos a la vista desempeñó un papel destacado y puede explicarse por los reducidos costes de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos, así como por el impacto del programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE. En general, la reciente evolución del agregado monetario estrecho sigue apuntando a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

### La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 fue considerable.

En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista están disminuyendo, especialmente los depósitos a plazo a más de dos años. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, continuó siendo positiva y reflejó, entre otros

aspectos, la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario que lleva observándose desde mediados de 2014. Además, el crecimiento de los valores representativos de deuda con vencimiento hasta dos años emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y mantenidos por el sector tenedor de dinero ha sido intenso desde principios de 2015.

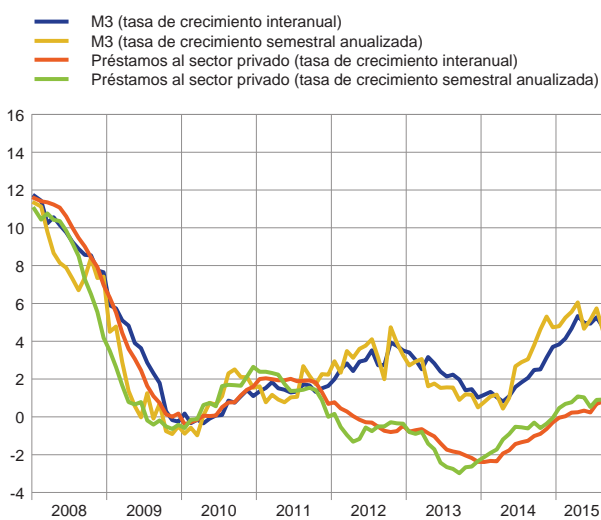
### La importancia de las fuentes internas de creación de dinero siguió creciendo en agosto.

Esta evolución es consecuencia, en parte, de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, parece que la dinámica de M3 estuvo determinada, principalmente, por la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y por la mayor contribución del crédito concedido por las IFM. Esta última refleja la evolución positiva del crédito otorgado al sector privado (principal lastre para el crecimiento monetario en años anteriores) y el impacto del APP. La contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero continuó en agosto. Su considerable contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil relativamente plano de la curva de rendimientos y también, en parte, la sustitución de valores representativos de deuda a más largo plazo por los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) por parte de las IFM. La aportación de los activos exteriores netos al crecimiento interanual de M3 siguió siendo negativa.

Gráfico 9

#### M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

En comparación con el máximo de mediados de 2014, el respaldo de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo de nuevo en agosto, aunque la balanza por cuenta corriente reflejó un superávit considerable. La reciente disminución en los activos exteriores netos se explica, fundamentalmente, por las crecientes salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro en el contexto del APP, que ha favorecido la recomposición de las carteras en favor de instrumentos de inversión de fuera de la zona del euro.

### El crecimiento del crédito se mantuvo en una senda de recuperación gradual<sup>3</sup>.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó ligeramente en agosto (véase gráfico 9). La mejora progresiva del crédito fue perceptible tanto en el caso de las empresas como en el de los hogares. En lo que respecta a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones y otras transferencias), su tasa de crecimiento interanual se elevó de nuevo en agosto y se situó muy por encima del mínimo registrado en febrero de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los

préstamos a hogares también aumentó en agosto, superando así significativamente la tasa media del 0,1% observada desde el verano de 2012. Pese a esta evolución positiva, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía lastran el crecimiento del crédito.

### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras descendieron de nuevo en agosto, sobre todo como consecuencia de las medidas no convencionales del BCE (véase gráfico 10).

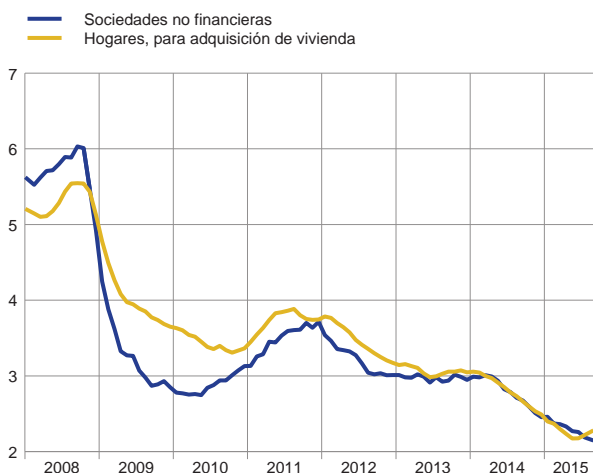
La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, unos balances reforzados y una menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a la reducción de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a mínimos históricos. Desde que se anunciara el

paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos al crédito bancario.

#### Gráfico 10

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: El indicador para los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios se calcula agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Observación más reciente: agosto de 2015.

<sup>3</sup> El 21 de septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método de ajuste. Este método ofrece una visión más completa de la evolución de los préstamos originados por las IFM de la zona del euro, ya que tiene en cuenta, de forma continua, los saldos y amortizaciones de préstamos que ya no figuran en los balances de las IFM (es decir, aquellos que se han dado de baja). Para más información, véase el recuadro titulado «Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulizaciones y otras transferencias», en este número del Boletín Económico.

En consecuencia, los tipos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras fueron más favorables en agosto (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron hasta el 2,16%). De hecho, estos tipos han bajado en torno a 80 puntos básicos desde mayo de 2014. Además, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un ligero incremento en agosto, en línea con la tendencia observada el mes anterior (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 2,26%). No obstante, la reducción acumulada de los tipos de interés hipotecarios desde mayo de 2014 sigue siendo considerable y asciende a alrededor de 60 puntos básicos.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2015 indica que los cambios en los criterios de aprobación de los préstamos y la demanda de crédito siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos** (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

En el tercer trimestre de 2015, las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras debido, principalmente, al aumento de la competencia en el sector bancario. En el caso de los hogares, los criterios de concesión se endurecieron para los préstamos para adquisición de vivienda (como reflejo, sobre todo, de la evolución en los Países Bajos), pero siguieron relajándose para el crédito al consumo. Las entidades volvieron a señalar que la liquidez adicional procedente del APP se estaba utilizando para la concesión de préstamos. En este contexto, el APP tuvo un impacto de relajación neta de los criterios de aprobación y, en particular, de las condiciones aplicables a los préstamos. Además, la encuesta apunta a una recuperación de la demanda de todas las categorías de préstamo, impulsada, fundamentalmente, por el bajo nivel general de los tipos de interés, la mayor necesidad de inversión en capital fijo y las perspectivas del mercado de la vivienda.

**Asimismo, los datos recientes muestran que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras volvió a registrar una moderación en agosto y en septiembre, tras el repunte temporal de julio.**

Es muy probable que esta evolución fuera consecuencia de los recientes aumentos del coste de la financiación mediante valores de renta fija. También puede haber contribuido el incremento adicional de los beneficios no distribuidos, al reducir la necesidad de las sociedades no financieras de utilizar fuentes de financiación externas. La disminución de la emisión de valores representativos de deuda se produce tras el intenso recurso a este instrumento por parte de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares a raíz de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), que generó unas condiciones muy favorables en los mercados.



**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó de nuevo en el tercer 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, que se tradujo en un aumento del coste de financiación mediante valores de renta fija y mediante acciones de las sociedades no financieras.

En el tercer trimestre de 2015, dicho coste se situó en torno a 30 puntos básicos por encima del nivel del segundo trimestre, e incluso 50 puntos básicos por encima del de febrero. Sin embargo, durante el mes de octubre, el coste de financiación mediante acciones cayó, tras el avance que registraron las cotizaciones, mientras que el coste de financiación mediante valores de renta fija continuó elevándose.