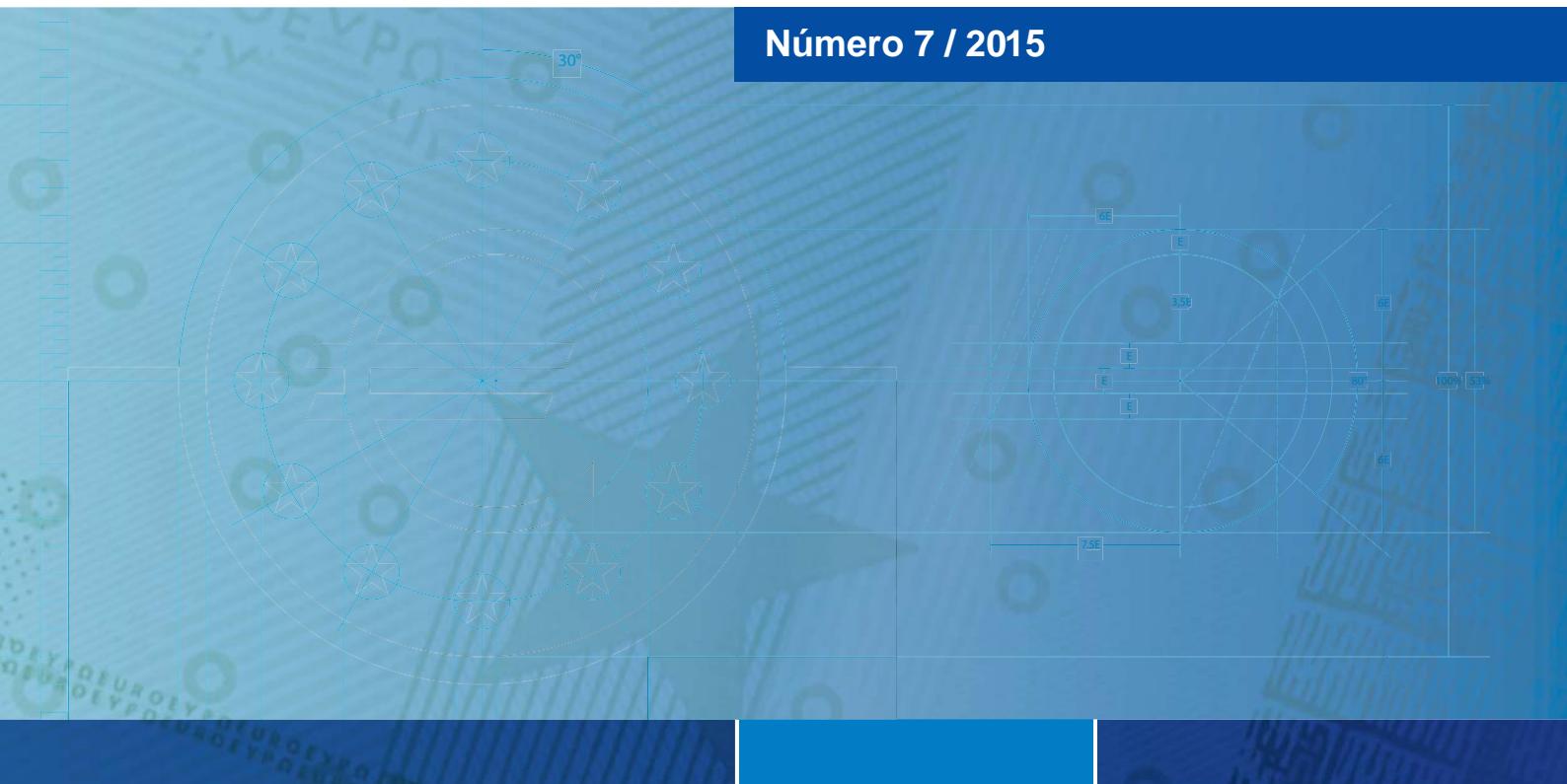


## Boletín Económico

Número 7 / 2015



# Índice

## Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen	3
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	10
4 Precios y costes	13
5 Dinero y crédito	16

## Recuadros

1 Los vínculos comerciales entre la zona del euro y China	20
2 Factores determinantes del reciente incremento de la volatilidad de los precios del petróleo	24
3 Una evaluación del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro	27
4 Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulizaciones y otras transferencias	30
5 La creación del Consejo Fiscal Europeo	34

## Artículos

La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE	38
Implicaciones fiscales a corto plazo de las reformas estructurales Estadísticas europeas: la colaboración entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Sistema Estadístico Europeo	42
	46

# 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.

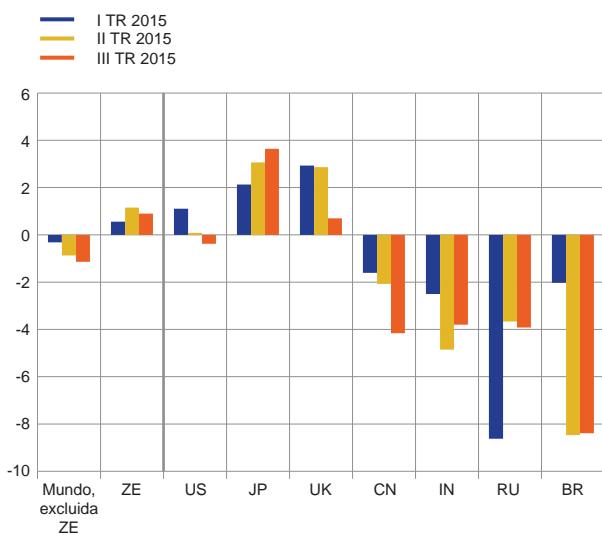
# 1 Entorno exterior

**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.** 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.

**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 periodo 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.

## 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制造指数 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

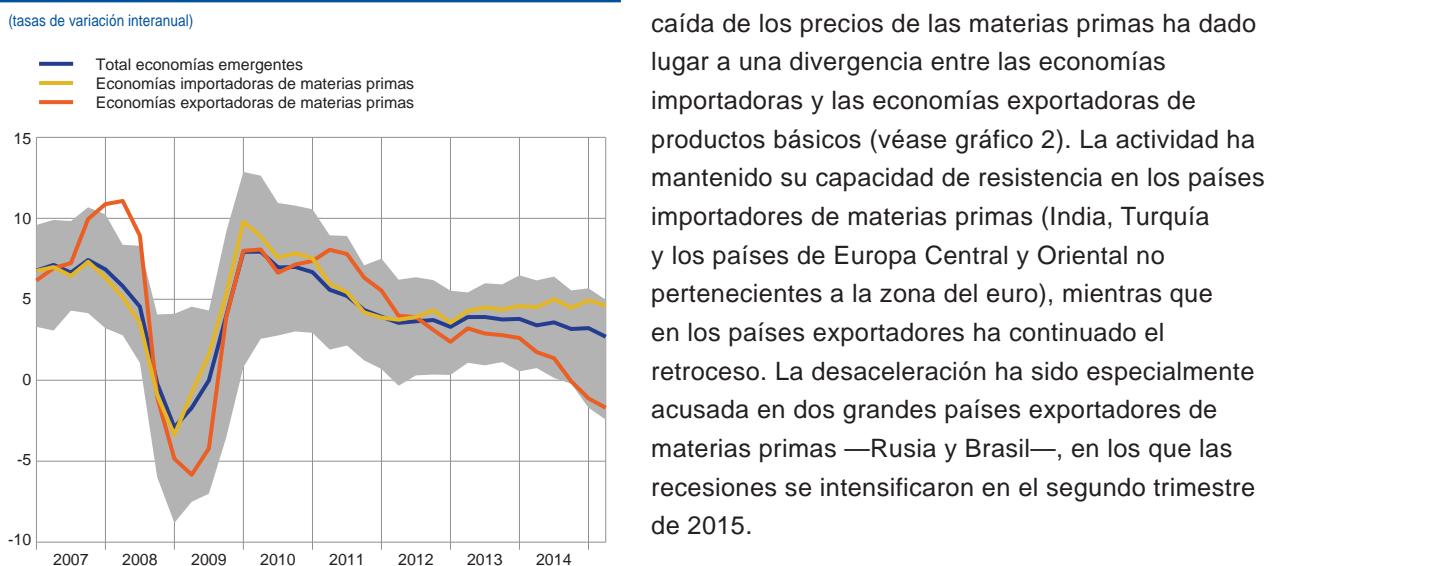
al trimestre anterior. Si bien algunos indicadores —en particular, los asociados a las industrias pesadas y a la construcción— han mostrado un claro retroceso en los últimos trimestres, los cambios estructurales en curso en la economía —en detrimento de las industrias pesadas, en favor de los servicios 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 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.

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



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.

**Tras una nueva caída durante el verano, los precios del petróleo se stabilizaron 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,

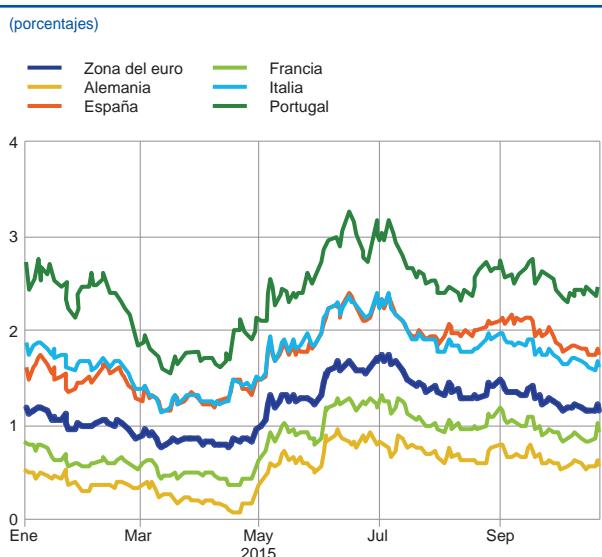
en general, siguió siendo demasiado débil para mantenerse al ritmo del crecimiento de la oferta. En el recuadro 2 se examinan los factores determinantes del reciente aumento de la volatilidad de los precios del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas no han experimentado variación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



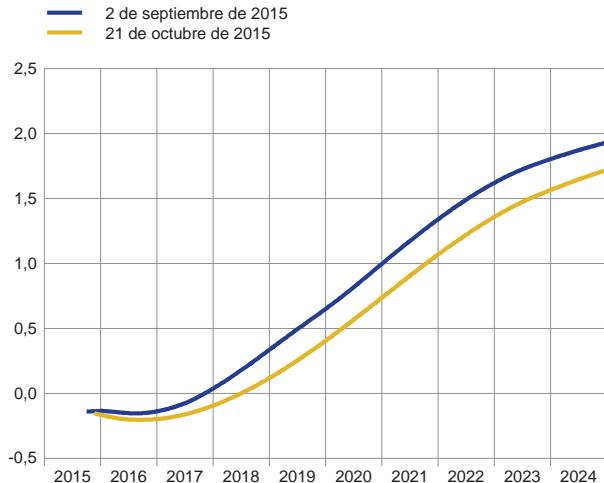
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 21 de octubre.

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.

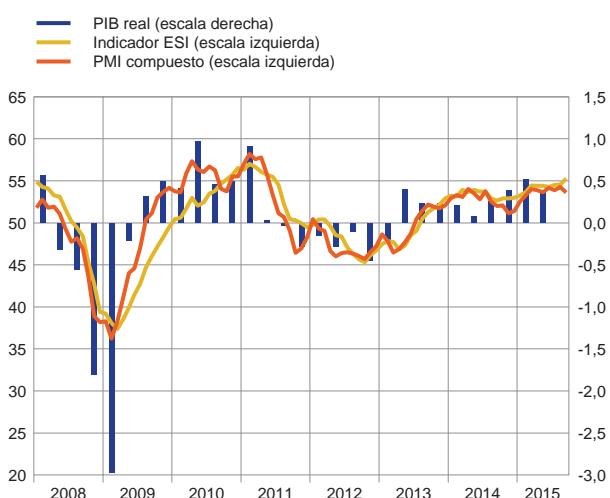
### 3 Actividad económica

**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.

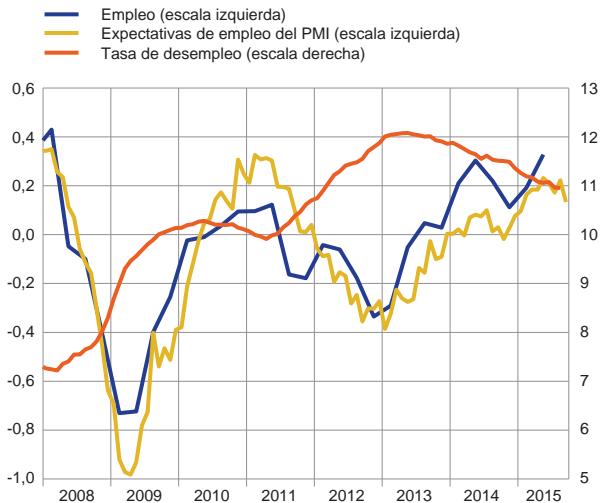
**Es probable que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se haya ralentizado en el tercer trimestre, como consecuencia de la atonía del comercio mundial.** Los datos sobre comercio de julio y agosto indican que el crecimiento de las exportaciones se habría ralentizado en el tercer trimestre 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>).

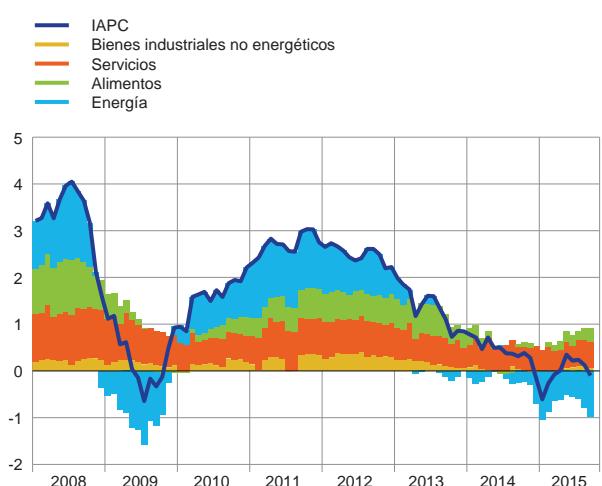
## 4 Precios y costes

**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,

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.

**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 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.

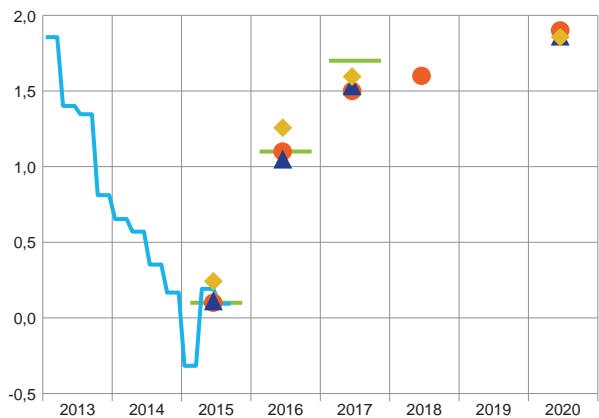
aumentos recientemente, aunque en septiembre de 2015 todos los indicadores seguían registrando niveles más elevados que a principios de año. La transmisión de los efectos de la depreciación del tipo de cambio del euro en comparación con principios de este año continúa, si bien parte de la pérdida de 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)

▲ Previsión de la EPE (IV TR 2015)  
◆ Previsión de la EPE (III TR 2015)  
● Previsión de Consensus Economics (octubre de 2015)  
— Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015  
— IAPC



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.** Despues 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

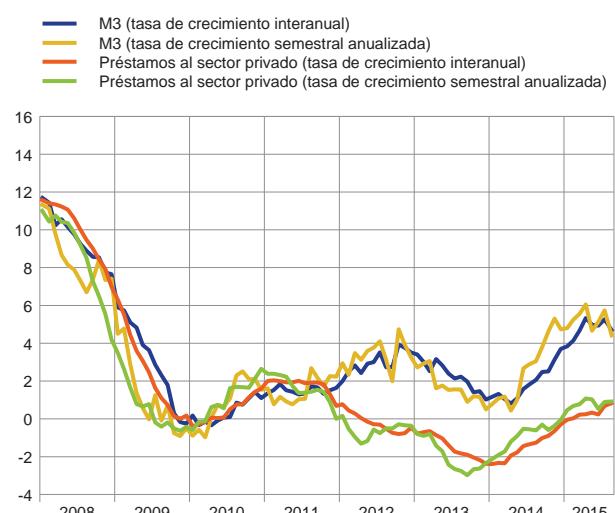
la vigorosa evolución de M1, cuya tasa de crecimiento interanual descendió ligeramente en agosto.

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.

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.

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.

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.

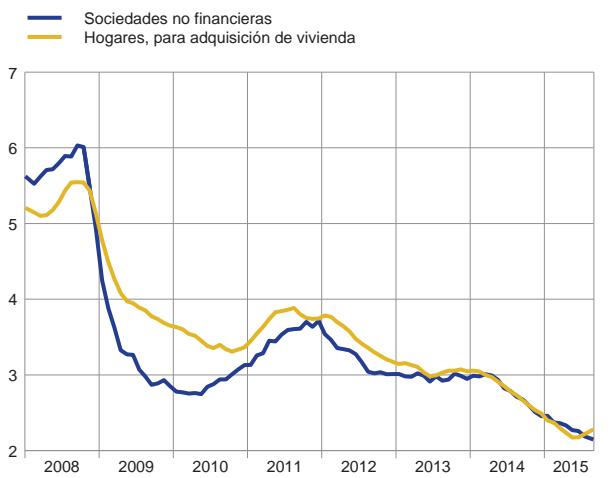
### **El crecimiento del crédito se mantuvo en una senda de recuperación gradual<sup>3</sup>.**

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.

**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.

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.

<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.

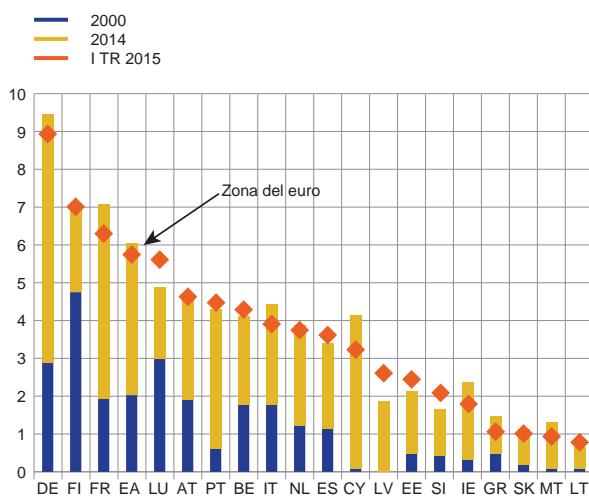
# Recuadro 1

## Los vínculos comerciales entre la zona del euro y China

**En las últimas décadas, China ha aumentado significativamente su protagonismo en el comercio internacional.** Tras las diversas reformas económicas acometidas a partir de finales de los años setenta, el país ha registrado un rápido crecimiento y ha adquirido un papel cada vez más destacado en la economía mundial. Aunque en 1980 las importaciones chinas tan solo representaban algo más del 6% del PIB, este porcentaje ya se elevaba al 19% en 2014, como resultado de la liberalización del comercio, la incorporación del país a la Organización Mundial del Comercio en 2001 y el acelerado crecimiento de la inversión en la economía china. Al protagonismo de China en el comercio tradicional se suma su papel esencial en las cadenas de producción mundiales, en las que se ocupa de transformar bienes intermedios para su posterior reexportación a terceros países. Sin embargo, desde 2011 las perspectivas de crecimiento de China se han deteriorado, ya que la economía está experimentando un reajuste, pasando de un crecimiento basado en la inversión a una senda de crecimiento económico más equilibrado.

**Gráfico A**  
Exportaciones a China

(porcentaje del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro)



Fuente: Dirección de Estadísticas Comerciales del FMI.  
Nota: Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro no incluyen los flujos comerciales entre países de la zona del euro.

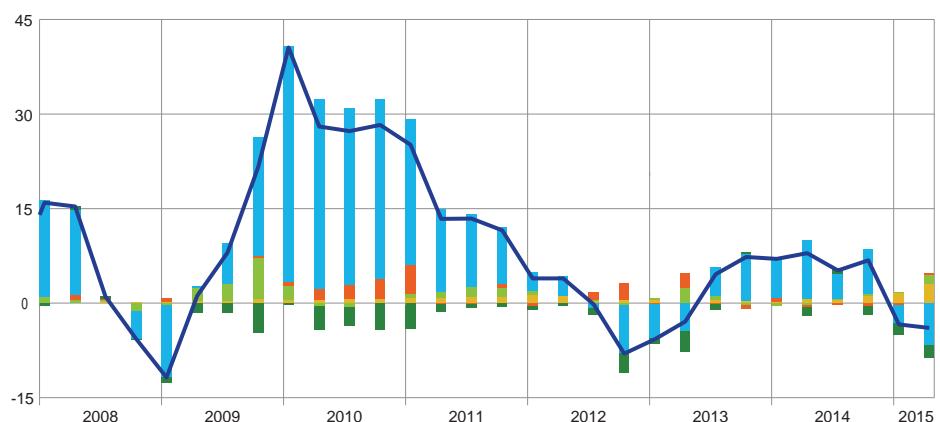
**Aunque una proporción relativamente limitada de las exportaciones de la zona del euro van destinadas a China, esta cuota se ha incrementado con el tiempo.** Durante los últimos 15 años, las exportaciones a China han crecido con rapidez en todas las economías de la zona del euro, y han pasado de representar el 2% del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro a alcanzar el 6% a finales de 2014. Alemania, Francia y Finlandia registran las mayores cuotas de exportación a China, mientras que las de los restantes países se encuentran comprendidas entre casi el 6% de Luxemburgo y el 1% de Lituania (véase gráfico A). El peso de China como destino de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro es comparable al de Suiza y supone menos de la mitad del correspondiente a Estados Unidos o al Reino Unido.

**La desaceleración del crecimiento registrada en China desde principios de 2015 se ha traducido en una reducción de las exportaciones de la zona del euro, en particular las de maquinaria y material de transporte.** Esta circunstancia ha repercutido negativamente, sobre todo, en las exportaciones

**Gráfico B**  
Exportaciones de bienes de la zona del euro a China, por categorías de productos

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

■ Total	■ Materias primas
■ Alimentación, bebidas y tabaco	■ Productos manufacturados
■ Energía	■ Otros



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

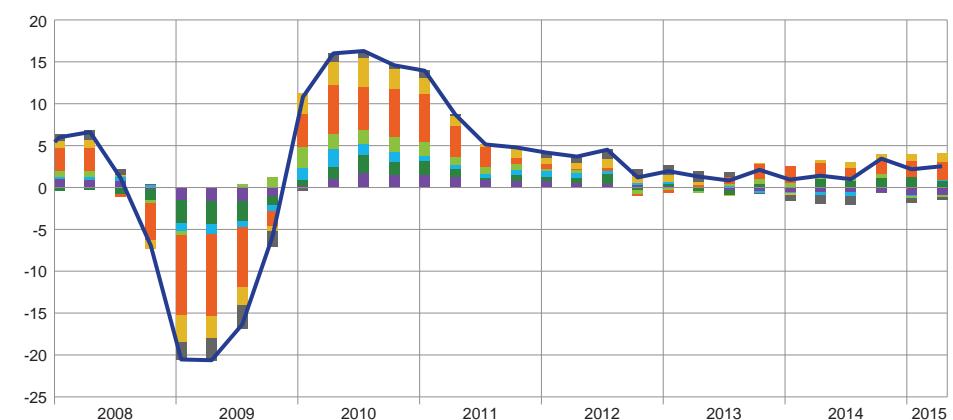
Nota: Las categorías de productos se definen con arreglo a la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional.

de bienes manufacturados (véase gráfico B), que representan prácticamente el 90% de los bienes exportados a China. Por el contrario, las exportaciones de alimentos, bebidas y tabaco y de materias primas se han mantenido, lo que indica que las exportaciones de bienes de consumo e intermedios todavía conservan su dinamismo. Esta reciente evolución es acorde con el papel de China en la transformación de bienes intermedios para consumo final y con el reajuste de la economía china hacia el consumo, en detrimento del crecimiento basado en la inversión.

**Gráfico C**  
Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro y contribuciones por países

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

■ Total	■ América Latina	■ Estados Unidos
■ Asia, excluida China	■ Rusia	■ Otros
■ Países europeos no pertenecientes a la zona del euro		
■ China		



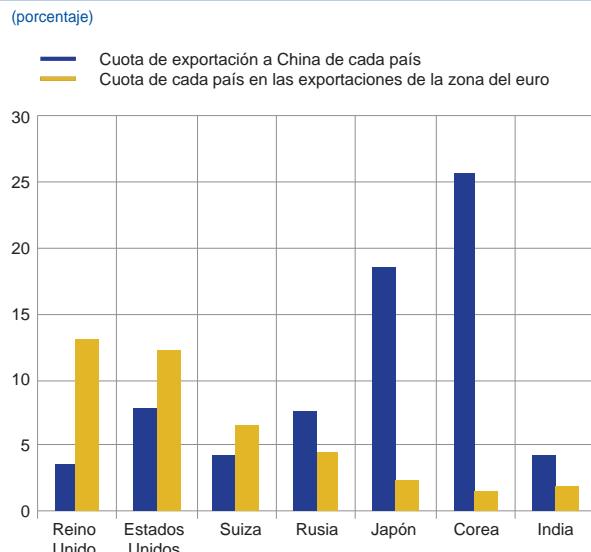
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**La caída de las exportaciones de bienes de la zona del euro a China se ha compensado, en parte, con el aumento de las destinadas a otras economías avanzadas.** Aunque las exportaciones a China han registrado un rápido descenso y han contribuido negativamente al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, en otras economías avanzadas, como Estados Unidos y los países europeos no pertenecientes a la zona del euro, se ha incrementado la demanda, lo que ha impulsado el crecimiento de las exportaciones de la zona. Este hecho pone de manifiesto la importancia que vuelven a cobrar dichas economías para el avance del comercio mundial en 2015, en un contexto de desaceleración de las economías emergentes (véase gráfico C).

#### **Los efectos de contagio indirectos de China a la zona del euro probablemente serán reducidos en términos comerciales y afectarán fundamentalmente a otros países asiáticos.**

Aunque los vínculos comerciales directos entre la zona del euro y China continúan siendo limitados, podrían registrarse efectos de contagio negativos sobre el comercio, y destinos de exportación importantes para la zona del euro, que sean también grandes socios comerciales de China, podrían experimentar una desaceleración de su actividad. Excluida China, las exportaciones de la zona del euro van dirigidas principalmente a Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza. A su vez, la exposición de las exportaciones a China de estos países es relativamente pequeña, por lo que no es probable que se vean seriamente afectados por la ralentización de la actividad en este país (véase gráfico D). Los países con mayores probabilidades de sufrir el impacto de una desaceleración interna en China son los países vecinos del continente asiático, que, considerados en su conjunto, representan una proporción relativamente significativa de la demanda de exportaciones de la

**Gráfico D**  
Exposición comercial a China



Fuentes: Cálculos del BCE.

zona del euro (alrededor del 21%). Sin embargo, en conjunto, las estimaciones disponibles indican que los efectos directos e indirectos sobre el comercio de una reducción de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB real chino son relativamente moderados y se traducen en una caída de la actividad de la zona del euro de entre 0,1 y 0,15 puntos porcentuales, aproximadamente, transcurrido un período de dos a tres años.

**El papel de China en las cadenas de producción mundiales podría limitar la propagación de desarrollos negativos a la zona del euro.** Las exportaciones de bienes intermedios a China han cobrado una importancia creciente con el tiempo. La cuota de exportación de estos productos pasó del 53% en 1995 al 59% en 2011. Este porcentaje relativamente elevado pone de manifiesto el papel destacado de China en las cadenas de valor mundiales, en las que los productos se envían a este país para su transformación o montaje y se reexportan posteriormente a otro destino

para su consumo final. En este contexto, y teniendo en cuenta que los últimos datos disponibles se refieren al año 2011, al menos el 8% de las exportaciones de la zona del euro a China no está directamente relacionado con la situación del país, sino que refleja más bien la evolución de la demanda en otros lugares. Es posible argumentar que algunas exportaciones de bienes finales también podrían formar parte de las redes de producción internacionales, contribuyendo a la producción de bienes destinados a terceros países y, por lo tanto, reflejarían la demanda final en otros lugares. En consecuencia, probablemente la desaceleración de la actividad en China tendrá un impacto menor de lo que indicarían los flujos comerciales brutos.

**Aunque es probable que los efectos de contagio de una desaceleración continuada de la actividad económica en China sobre el PIB de la zona del euro solo sean moderados, existen otros canales de transmisión potencialmente importantes.** Por su tamaño, la economía china ha tenido un impacto significativo sobre los precios del petróleo, si bien en los últimos años ha ido perdiendo relevancia, a medida que su crecimiento ha seguido disminuyendo. En consecuencia, el efecto de una desaceleración en China sobre los precios del crudo podría ser limitado, pero depende, fundamentalmente, de si el crecimiento también se ralentiza en otras economías emergentes. Aunque China podría influir en algunos mercados emergentes productores de materias primas al reducir su importación de metales, las principales exportaciones de metales representan un porcentaje bastante reducido del comercio de la zona del euro. Otro posible canal de transmisión de impactos negativos a la zona del euro son los efectos confianza. Por ejemplo, los efectos confianza negativos pueden generar salidas de capital, que dan lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados emergentes y a una desaceleración adicional de la demanda exterior de la zona del euro. Además, si las salidas de capital de China no se contrarrestan con otros flujos privados o públicos, podrían provocar la depreciación de la moneda del país y, como consecuencia, la depreciación de las monedas de otras economías emergentes. Por último, el aumento de la incertidumbre a escala mundial podría tener un efecto directo sobre la confianza de los hogares y las empresas de la zona del euro, haciendo que se frene el consumo y que se aplacen las decisiones de inversión. Por lo tanto, el impacto de una posible desaceleración adicional de la actividad en China depende, en último término, de la medida en que esta se contagie a otras economías emergentes y del grado en que la pérdida de confianza resultante afecte a los mercados financieros internacionales y al comercio mundial.

## Recuadro 2

### Factores determinantes del reciente incremento de la volatilidad de los precios del petróleo

Tras alcanzar niveles históricamente altos durante la crisis financiera global, la volatilidad de los precios del petróleo se redujo gradualmente en los últimos años, para aumentar de nuevo en 2014 y 2015. Aunque la volatilidad actual no es especialmente elevada en términos históricos, la volatilidad de los precios del petróleo en sí puede afectar a las perspectivas económicas<sup>1</sup>. Por lo tanto, es importante entender los factores que determinan las variaciones de dicha volatilidad. A continuación se analizan los factores generales determinantes de la volatilidad de los precios del petróleo, centrando la atención en las causas probables del reciente aumento.

**La variación en el tiempo de los precios del petróleo puede obedecer a varios factores.** Tres de las principales explicaciones posibles de la mayor volatilidad de los precios del petróleo son: i) las fuertes perturbaciones de la demanda y la oferta de petróleo; ii) una mayor sensibilidad de los precios del petróleo a las variaciones de la oferta y de la demanda, y iii) una mayor utilización del petróleo como activo financiero. Estos tres posibles factores determinantes de la variación en el tiempo de la volatilidad de los precios del petróleo podrían, todos ellos, tener un impacto en cualquier momento dado.

**Gráfico A**  
Precios del petróleo y volatilidad de los precios del petróleo  
(USD por barril)



Fuente: Datastream.

Notas: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. Los precios del petróleo son los precios nominales del barril tipo Brent. La volatilidad de los precios del petróleo se mide por el índice de volatilidad (OVX) del Crude Oil Exchange-Traded Fund (ETF) de la Chicago Board Options Exchange (CBOE). El OVX presenta una fuerte correlación con la volatilidad observada de los precios del petróleo.

**La mayor volatilidad de los precios del petróleo puede tener su origen simplemente en fuertes perturbaciones que afecten a la demanda o a la oferta de este producto.** La caída de la demanda mundial de petróleo provocada por la crisis financiera mundial de 2008 es un ejemplo de cómo las variaciones significativas de los fundamentos de la oferta y la demanda pueden dar lugar a un aumento de la volatilidad de los precios del petróleo (véase gráfico A).

**Los precios del petróleo pueden tornarse más sensibles a los cambios en la demanda y en la oferta de petróleo como resultado de la menor**

<sup>1</sup> S. Jo, «The effects of oil price uncertainty on global real economic activity», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46, n.º 6, pp. 1113-1135, 2014.

**elasticidad-precio de la demanda y de la oferta, provocando una mayor volatilidad de los precios.** La menor elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo significa que tanto la demanda como la oferta reaccionan con menos intensidad ante las variaciones de los precios del petróleo inducidas por las perturbaciones. Como ello supone que el ajuste de la cantidad es menor después de una perturbación, la respuesta de los precios se magnifica, causando un aumento de la volatilidad de los precios.

**Varios factores, como el nivel capacidad productiva no utilizada o las existencias, pueden explicar por qué la elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo podría ser más baja en períodos específicos.** Por una parte, una flexibilidad reducida que altere la oferta de petróleo tras producirse variaciones de los precios podría estar provocada por unos bajos niveles de capacidad productiva no utilizada o por unas existencias limitadas. A mediados de 2012, por ejemplo, los precios del petróleo reaccionaron con fuerza a las noticias sobre interrupciones reales y potenciales de la oferta a raíz del embargo de petróleo iraní, ya que la capacidad no utilizada en los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) era baja y las existencias se situaban por debajo de la media histórica, lo que indica que la oferta no podría incrementarse fácilmente para compensar cualquier caída adicional de la producción. Por otra parte, una menor sensibilidad a los precios de la demanda de petróleo podría guardar relación, por ejemplo, con una capacidad limitada para sustituir el petróleo por otras fuentes de energía alternativas. Los beneficios en forma de eficiencia energética obtenidos tras las crisis del petróleo de la década de los setenta podrían haber provocado un aumento de la volatilidad de los precios, en la medida en que la demanda se tornó menos sensible a las variaciones de los precios<sup>2</sup>.

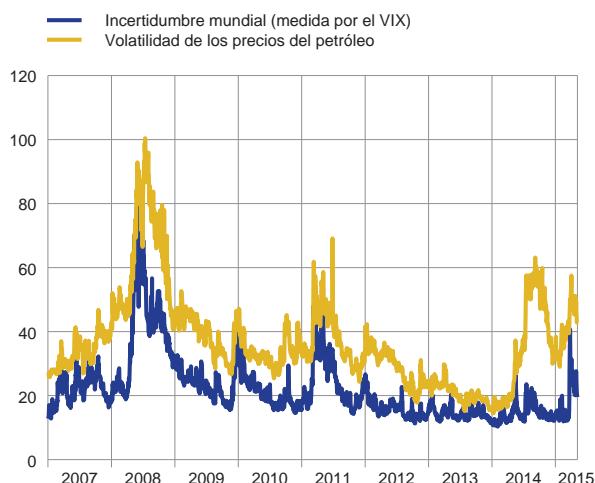
**La incertidumbre mundial es otro factor que podría reducir la elasticidad-precio de la demanda y la oferta de petróleo.** El aumento de la incertidumbre puede modificar la elasticidad-precio tanto de la demanda como de la oferta de petróleo<sup>3</sup>. En un entorno de mayor incertidumbre, los productores y los consumidores de petróleo tienen una reacción menos acusada frente a las variaciones de los precios del crudo en la medida en que disponen de un «valor de la opción de esperar» (*option-value-to-wait*)<sup>4</sup>. Esta capacidad de reacción menos acusada reduce el ajuste de la cantidad tras las perturbaciones y magnifica el efecto del precio del petróleo, aumentando así su volatilidad. De hecho, anteriores episodios de fuerte incertidumbre mundial, medida por el índice de volatilidad (VIX), coincidieron con una mayor volatilidad de los precios del petróleo. Es lo que sucedió, por ejemplo, durante la crisis de la deuda soberana europea de 2011 (véase gráfico B).

<sup>2</sup> C. Baumeister y G. Peersman, «The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, pp.1087-1109, 2013.

<sup>3</sup> I. Van Robays, «Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks», *ECB Working Paper*, n.º 1479, 2012.

<sup>4</sup> B. S. Bernanke, «Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n.º 1, pp. 85-106, 1983.

**Gráfico B**  
Volatilidad de los precios del petróleo e incertidumbre mundial  
(puntos de índice)



Fuente: Datastream.

Notas: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. El Índice de volatilidad (VIX) se basa en la volatilidad implícita de las opciones del índice S&P 500.

**Por último, suele argumentarse que la mayor utilización del petróleo como activo financiero hace que la volatilidad de sus precios sea más elevada, aunque la evidencia empírica al respecto sigue siendo dispar.** Desde comienzos de la década del 2000, el petróleo se ha utilizado cada vez más como activo financiero, un proceso que se conoce como «financiarización» de los mercados de futuros del petróleo. El uso cada vez más frecuente de valores del petróleo con fines de inversión financiera, cobertura y especulación podría haber intensificado la sensibilidad de los precios del petróleo al sentimiento de los inversores. No obstante, no existe evidencia empírica concluyente respecto a la importancia de este factor<sup>5</sup>.

**Centrando la atención en el período reciente, las causas probables del aumento de la volatilidad de los precios del petróleo desde finales de 2014 hay que buscarlas en una combinación de dos**

**factores: una fuerte perturbación en la oferta de petróleo y un aumento de la incertidumbre mundial.** En primer lugar, el descenso de los precios del petróleo en la segunda mitad de 2014 vino acompañado de fuertes aumentos de la oferta de crudo: los incrementos interanuales de la producción mundial se situaron muy por encima de las medias históricas. Combinado con la debilidad de la demanda y la decisión de la OPEP de no reducir su producción, esto dio lugar, a finales de 2014, a una acusada caída de los precios del petróleo y a un aumento de su volatilidad. Más recientemente, el nuevo incremento de la volatilidad de los precios del petróleo coincidió con un pico en la incertidumbre mundial a finales de agosto de 2015 (véase gráfico B), asociado principalmente a la inquietud respecto a la fortaleza del crecimiento económico en China. Por el contrario, las variaciones en el nivel de las existencias de petróleo y la capacidad productiva no utilizada probablemente no influyeron en el aumento de la volatilidad de los precios del crudo, ya que las existencias registran máximos históricos y la capacidad total no utilizada de la OPEP no se sitúa muy por debajo de las medias anteriores.

**Dado que la incertidumbre mundial probablemente continuará siendo elevada en el corto plazo, los precios del petróleo seguirán siendo sensibles a cualquier nueva información respecto a la evolución de la demanda y la oferta de este producto.**

<sup>5</sup> Véanse, entre otros, K. J. Singleton, «Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices», *Management Science*, vol. 60, pp. 300-318, 2012, frente a B. Fattouh, L. Kilian y L. Mahadeva, «The role of speculation in oil markets: What have we learned so far?», *Energy Journal*, vol. 34, n.º 3, pp. 7-33, 2013.

# Recuadro 3

## Una evaluación del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro

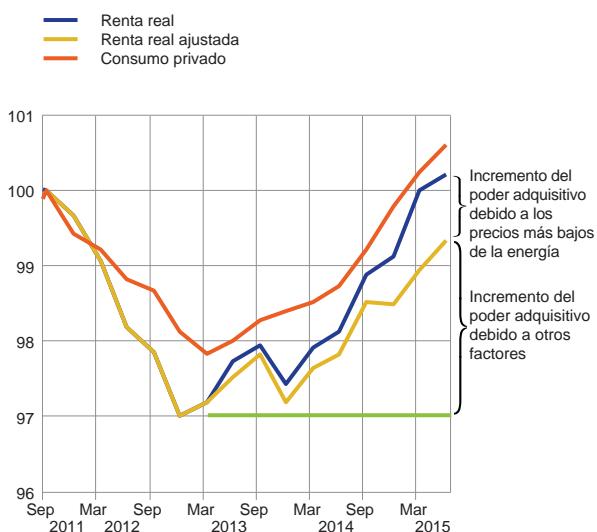
**El consumo privado ha venido aumentado de forma sostenida desde el primer trimestre de 2013, convirtiéndose así en el principal motor de la recuperación económica en curso en la zona del euro.** A continuación se examinan los principales factores determinantes de esta evolución del crecimiento del consumo en la zona del euro desde el primer trimestre de 2013, cuando se registró el último mínimo experimentado por el ciclo económico<sup>1</sup>.

### La caída de los precios del petróleo ha venido respaldando el crecimiento del consumo privado, en particular desde el segundo semestre de 2014.

El poder adquisitivo de los hogares ha aumentado en torno a 0,9 puntos porcentuales debido a la caída de los precios de la energía entre el inicio de la recuperación y el segundo trimestre de 2015 (véase gráfico A)<sup>2</sup>. Con todo, esto ha representado apenas un tercio del total de la mejora del poder adquisitivo de los hogares observado

**Gráfico A**  
Evolución de la renta disponible en relación con la energía y otros sectores

(índice: III T 2011 = 100)

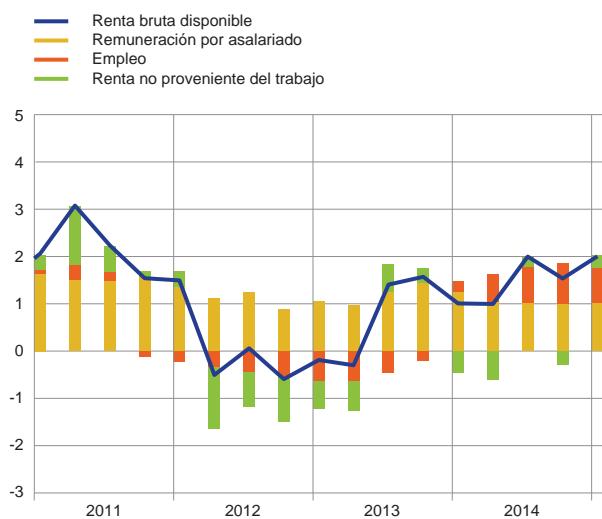


Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La renta real ajustada se calcula suponiendo constantes los precios reales de la energía desde el primer trimestre de 2013 en adelante, a fin de aproximar la renta disponible real «contrafactual» que se habría observado si los precios del petróleo no se hubiesen reducido.

**Gráfico B**  
Crecimiento de la renta bruta nominal disponible y contribuciones

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La renta no proveniente del trabajo se compone del excedente de explotación, las rentas de la propiedad, las prestaciones y cotizaciones sociales netas y los impuestos directos (con el signo invertido).

<sup>1</sup> Como lo identifica el Centre for Economic Policy Research.

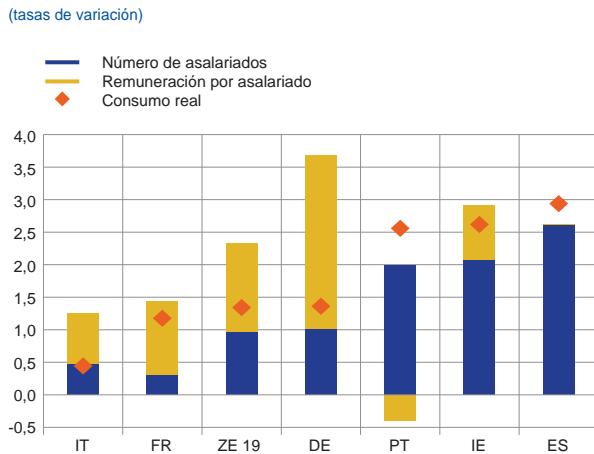
<sup>2</sup> Las variaciones del poder adquisitivo de los hogares, debido a fluctuaciones de los precios de la energía, son iguales al producto de la proporción del gasto en energía y la tasa de variación de los precios reales de la energía.

durante este período. La mejora adicional es atribuible, principalmente, a los sólidos ingresos procedentes de las rentas del trabajo<sup>3</sup>.

**El consumo privado se ha visto respaldado por el vigoroso crecimiento de la renta real disponible desde el comienzo de 2013, tras las mejoras graduales —pero sostenidas— del mercado de trabajo.** El crecimiento de la remuneración por asalariado experimentó una aceleración, aunque de carácter transitorio, en el segundo semestre de 2013. La contribución negativa del crecimiento del empleo a la renta disponible bruta se estabilizó a comienzos de 2013 y mejoró de forma sostenida a partir de entonces, tornándose positiva en el primer trimestre de 2014 por primera vez desde 2011 (véase gráfico B). En consonancia con esta evolución, la tasa de desempleo de la zona del euro dejó de aumentar en 2013 y comenzó a reducirse en 2014. No obstante, el nivel actual de empleo se mantiene en torno a un 2% por debajo del máximo observado antes de la crisis, en 2008, mientras que el paro continúa siendo elevado, con una tasa del 11% el pasado mes de agosto.

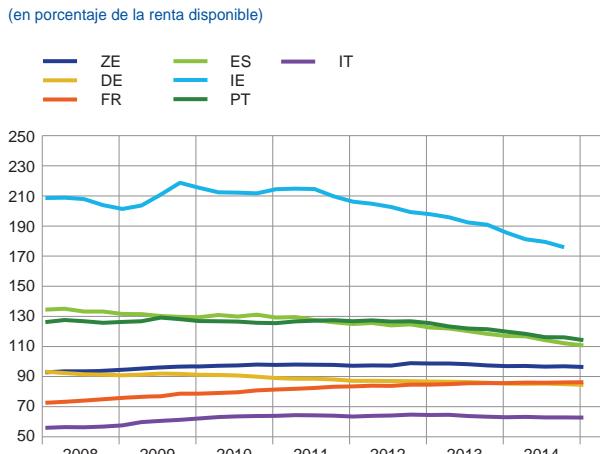
**El crecimiento reciente del consumo ha sido más acusado en los países en los que las mejoras del mercado de trabajo han sido mayores.** En España, Irlanda y Portugal, la recuperación del mercado de trabajo, en términos tanto de empleo como de salarios, ha sido relativamente intensa, lo que ha dado lugar a incrementos mayores de la renta disponible y del consumo real (véase gráfico C). Tras años de desapalancamiento de los hogares en estos países, el aumento de la renta disponible también está contribuyendo a reforzar los balances de los hogares (véase gráfico D). Aunque el consumo está creciendo, la ratio de desapalancamiento continúa

**Gráfico C**  
Rentas del trabajo y consumo privado en algunos países de la zona del euro  
(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: Las cifras se refieren a las tasas medias de variación interanual entre el segundo trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2015.

**Gráfico D**  
Apalancamiento de los hogares en algunos países de la zona del euro  
(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: La ratio de apalancamiento se calcula como la razón entre la deuda de los hogares y la suma móvil de cuatro trimestres de la renta disponible.

<sup>3</sup> Aunque el precio del crudo en euros se ha reducido más del 40% desde el segundo semestre de 2014, el descenso de los precios de consumo de la energía ha sido mucho menor. Por ejemplo, el precio de los combustibles líquidos y lubricantes para vehículos privados solo se redujo un 12% durante el mismo período en la zona del euro.

reduciéndose (salvo en el caso de Francia), lo que sugiere que podría estar dándose actualmente un efecto de círculo virtuoso entre la recuperación del mercado de trabajo, que hace aumentar la renta disponible, y un mayor crecimiento del consumo, al tiempo que sigue reduciéndose el desapalancamiento de los hogares.

**Una comparación de las proyecciones del consumo entre varias rondas sucesivas de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema para la zona del euro sugiere que la evolución reciente del consumo ha sido, en general, coherente con las expectativas, una vez tenidos en cuenta los descensos del precio del petróleo.** En junio de 2014, antes de los pronunciados descensos de los precios del petróleo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema contemplaban un moderado crecimiento del consumo del 0,7% en 2014, seguido de una recuperación más sólida del 1,5% en 2015. Desde entonces, el consumo experimentó una aceleración en el segundo semestre de 2014 y siguió aumentando de forma sostenida en el primer semestre de 2015. Este perfil ya se había contemplado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2015, que fue el primer ejercicio realizado por el BCE en el que se tuvieron en cuenta precios del petróleo persistentemente más bajos de lo previsto. Esta proyección de un crecimiento robusto del consumo se mantuvo sin variación en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, con una tasa de crecimiento del 1,7% para 2015, frente a un crecimiento del 1% en 2014. Esta proyección también fue ampliamente confirmada después por los datos relativos al crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 2015.

## Recuadro 4

# Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulizaciones y otras transferencias

**Un elemento fundamental del análisis monetario que realiza el BCE es vigilar la financiación de la economía por parte de las entidades de crédito.** El crédito bancario es la principal fuente de expansión monetaria de la zona del euro y un canal esencial de transmisión de las condiciones de la política monetaria a la economía real.

**El objetivo de las series estadísticas sobre préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias es proporcionar medidas de los préstamos bancarios que no tengan en cuenta los efectos de las transferencias de préstamos fuera y dentro de los balances de las entidades de crédito.** Los balances de los bancos son la principal fuente de cifras sobre préstamos bancarios publicadas por el BCE<sup>1</sup>. Esto implica que, cuando una entidad de crédito vende parte de su cartera de préstamos a una entidad no bancaria y da de baja dichos préstamos de su balance (por ejemplo, en las titulizaciones), se refleja una reducción de los préstamos bancarios, mientras que el importe efectivo de financiación recibida por la economía real permanece sin variación. Con el fin de proporcionar una medida de los préstamos bancarios que no tenga en cuenta los efectos de este tipo de operaciones, el BCE publica series de préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias desde diciembre de 2008.

**En septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método que ofrece una visión más completa de todos los préstamos a la economía real originados por las entidades de crédito y que mejoran la comparabilidad entre países.** El método anterior ajustaba los préstamos por el impacto puntual de la transferencia neta de estos activos, fuera (o dentro) de balance, en el período en cuestión. El nuevo método sigue realizando este ajuste, pero también tiene en cuenta las amortizaciones continuas de préstamos que ya no figuran en los balances de las entidades de crédito (es decir, aquellos que se han dado de baja), siempre que se disponga de los datos correspondientes<sup>2</sup>. También

<sup>1</sup> Los detalles del cálculo de las operaciones y las tasas de crecimiento de las series de préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) se pueden consultar en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico del BCE (secciones 2.1 a 2.6), en <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>.

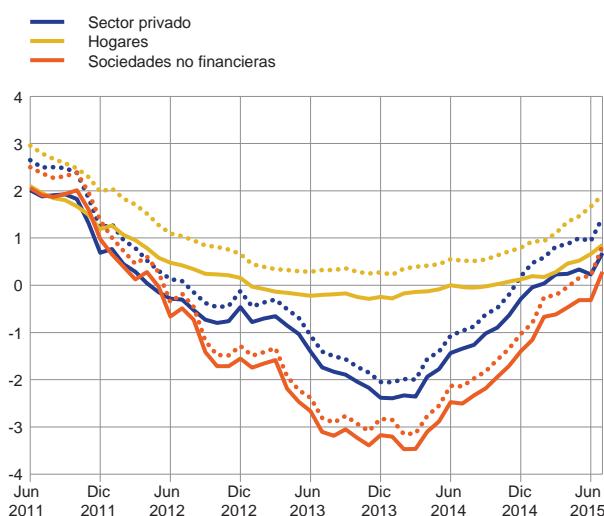
<sup>2</sup> De conformidad con el Reglamento BCE/2013/33, de 24 de septiembre de 2013, relativo al balance del sector de las IFM, a partir de diciembre de 2014 las IFM presentan información sobre los préstamos titulizados que se han dado de baja del balance y que continúan siendo administrados por las IFM. Además, algunos bancos centrales nacionales también facilitan datos, en los casos en que estén disponibles, sobre los préstamos titulizados no administrados por las IFM y los préstamos transferidos en operaciones distintas de las titulizaciones. Asimismo, se han recopilado datos históricos comparables con el fin de dotar de mayor coherencia a las series estadísticas de préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias a lo largo del tiempo (es decir, tasas de crecimiento interanual ajustadas de los préstamos al sector privado a partir de septiembre de 1998 y de los préstamos a hogares y a sociedades no financieras a partir de enero de 2010).

tiene en consideración los saldos vivos de préstamos dados de baja en el cálculo de las tasas de crecimiento ajustadas. Por tanto, en la medida en que se disponga de los datos sobre amortizaciones de préstamos dados de baja del balance, el nuevo método ofrece una visión completa de la evolución de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro, independientemente de que se encuentren o no registrados en sus balances en el momento de presentar la información estadística. De esta forma, el método también mejora la comparación entre países de las cifras sobre préstamos bancarios, al margen de las prácticas contables aplicables a las transferencias de préstamos.

#### Gráfico A

#### Préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro ajustados de titulizaciones y otras transferencias

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: El nuevo método se representa con línea continua, y el método anterior, con línea punteada. La observación más reciente corresponde a julio de 2015.

#### Con el nuevo método de ajuste se obtienen, en general, unas tasas de crecimiento menores que con el método anterior, pero la tendencia se mantiene básicamente sin variación (véase gráfico A).

Esta diferencia se explica por los efectos de los flujos y de los saldos. En primer lugar, la inclusión de las amortizaciones de préstamos que se han dado de baja del balance resulta en unos flujos de préstamos ajustados algo menores en comparación con el método anterior. En segundo lugar, la inclusión de los saldos de préstamos dados de baja aumenta la base sobre la que se calculan las tasas de crecimiento, reduciendo así las tasas de crecimiento en términos absolutos. En otras palabras, en relación con el método anterior, con arreglo al nuevo método el efecto de los saldos contribuye a que las tasas de crecimiento positivas sean más bajas y a que las tasas de crecimiento negativas sean menos negativas<sup>3</sup>.

#### Las tasas de crecimiento más bajas observadas con el nuevo método de ajuste se deben,

**principalmente, a las amortizaciones de préstamos dados de baja (efecto de los flujos).** El saldo de los préstamos dados de baja del balance es reducido en comparación con el saldo vivo total de préstamos (los préstamos al sector privado de la zona del euro dados de baja ascendieron a 0,4 billones de euros en julio de 2015, frente a una cifra de préstamos totales en los balances de las IFM de 10,8 billones de euros). Por tanto, el impacto (al alza o a la baja) de la inclusión de los saldos dados de baja sobre las tasas de crecimiento suele ser limitado. Sin embargo, las amortizaciones de préstamos dados de baja tienen un efecto a la baja significativo. Los gráficos B y C muestran el impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (gráfico B) y a las sociedades no financieras (gráfico C) derivado de los efectos de los flujos y de los saldos, así como las cuatro contribuciones más importantes por países.

<sup>3</sup> Puede consultarse una nota explicativa con información más detallada sobre las diferencias entre el nuevo método de ajuste y el antiguo en el sitio web del BCE, en [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921\\_explanatory\\_note\\_adjusted\\_loans.pdf](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921_explanatory_note_adjusted_loans.pdf).

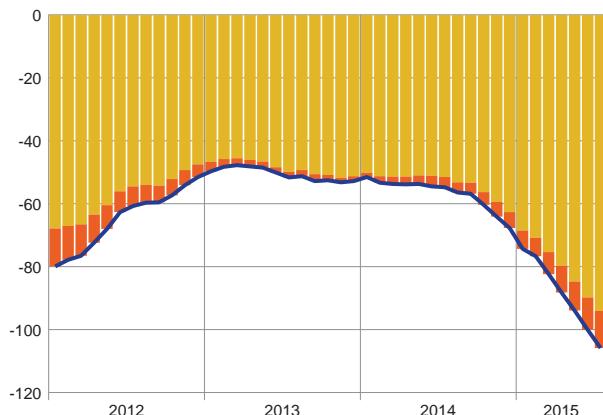
## Gráfico B

Préstamos de las IFM a los hogares de la zona del euro: impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual

(diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el nuevo método de ajuste y el anterior; puntos básicos; datos sin desestacionalizar)

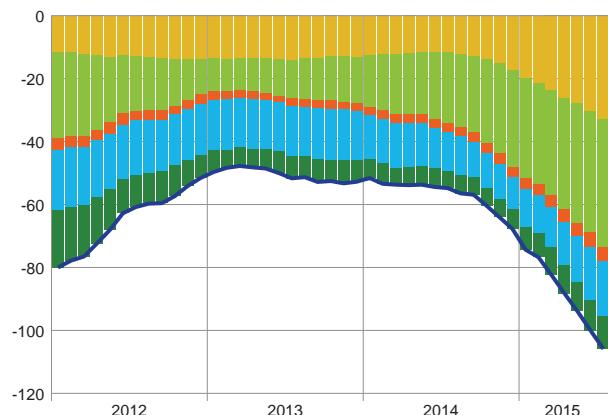
a) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual debido a los efectos de los flujos y los saldos

Impacto total  
Efecto de los flujos  
Efecto de los saldos



b) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual en términos de las contribuciones nacionales

Impacto total  
Bélgica  
Irlanda  
Francia  
Países Bajos  
Otros países de la zona del euro



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

**En los préstamos a hogares, la diferencia en las tasas de crecimiento procede de países con una proporción relativamente elevada de préstamos dados de baja del balance, lo que se traduce en la inclusión de una cifra mayor de amortizaciones de préstamos con arreglo al nuevo método.** Es el caso de Bélgica y de Francia, que cuentan con el 15% y el 25%, respectivamente, de los préstamos a hogares dados de baja de la zona del euro y, por tanto, son los países que más contribuyen al impacto total del nuevo método (véase gráfico B). Irlanda y Países Bajos, junto con otros países, contribuyen en menor medida.

**En los préstamos a las sociedades no financieras, la elevada tasa de amortizaciones de préstamos dados de baja del balance explica la diferencia que resulta en las tasas de crecimiento entre el nuevo método y el anterior.** Los préstamos a las sociedades no financieras suelen tener vencimientos más cortos, lo que se traduce en que las amortizaciones son significativas en relación con los saldos vivos. La principal contribución procede de Francia (véase gráfico C), donde las amortizaciones han aumentado recientemente como consecuencia del incremento de las titulizaciones de préstamos a corto plazo. Bélgica y Alemania también han contribuido tradicionalmente a la reducción de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, mientras que la aportación de otros países ha sido limitada.

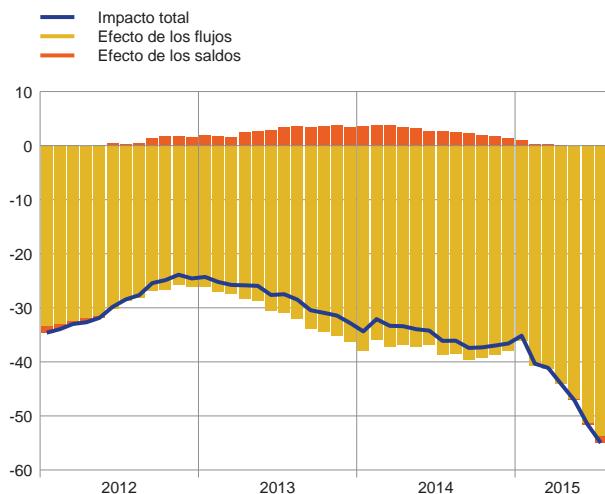
**En conjunto, el nuevo método de ajuste mejora el análisis de las tasas de crecimiento de los préstamos tanto a nivel de la zona del euro como nacional.** El reciente incremento de la diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el método nuevo y el antiguo también pone de manifiesto la relevancia del método

## Gráfico C

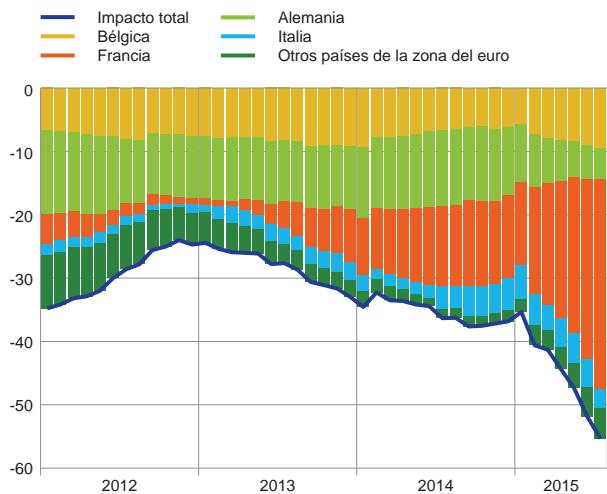
### Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro: impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual

(diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el nuevo método de ajuste y el anterior; puntos básicos; datos sin desestacionalizar)

#### a) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual debido a los efectos de los flujos y los saldos



#### b) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual en términos de las contribuciones nacionales



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

de ajuste para interpretar las tendencias de estas series. El BCE y los bancos centrales nacionales continúan trabajando en los datos históricos con el fin de seguir complementando el análisis de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro, ajustados por titulizaciones y otras transferencias.

# Recuadro 5

## La creación del Consejo Fiscal Europeo

**El 21 de octubre de 2015, la Comisión Europea adoptó una Comunicación<sup>1</sup> sobre medidas para completar la Unión Económica y Monetaria (UEM), continuando con las propuestas de reforma a corto plazo que figuraban en el «Informe de los cinco presidentes»<sup>2</sup>.** La comunicación incluye una serie de medidas para mejorar el funcionamiento de la UEM. Aunque estas medidas justifican un análisis separado, este recuadro se centra en un elemento específico, concretamente en la Decisión de la Comisión<sup>3</sup> por la que se crea un Consejo Fiscal Europeo consultivo independiente. En consonancia con la hoja de ruta presentada en el «Informe de los cinco presidentes», el Consejo Fiscal Europeo se creó el 1 de noviembre de 2015, y está previsto que esté operativo a mediados de 2016.

### Medidas para mejorar la gobernanza fiscal

**La realización de una evaluación independiente de la aplicación de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de la Comisión Europea y del Consejo debería contribuir a incrementar la transparencia y la coherencia de la supervisión presupuestaria a nivel europeo.** Las reformas recientes del marco de gobernanza fiscal de la UE, principalmente las reformas previstas en los paquetes legislativos sobre gobernanza económica (*six-pack*) y sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*), tenían por objeto garantizar una aplicación más eficaz de las reglas del PEC. El marco reforzado es más complejo, por lo que a los ciudadanos y a sus representantes electos les resulta difícil exigir responsabilidades de sus acciones a la Comisión y al Consejo sin disponer de información adicional facilitada por una institución independiente adecuadamente informada. En este contexto, ya en 2010, el Consejo de Gobierno del BCE hizo un llamamiento para que se creara una agencia fiscal independiente a escala de la zona del euro. Además, la especial naturaleza de la zona del euro requiere una evaluación independiente de la orientación de su política fiscal, que debería llevarse a cabo basándose en las reglas del PEC y tener debidamente en cuenta consideraciones relativas a la sostenibilidad en los distintos países. Para que una institución de esta naturaleza sea eficaz, debe poder efectuar sus evaluaciones y publicar los resultados en tiempo real. Posteriormente, esas evaluaciones podrían servir de base para un debate fundado sobre las decisiones del Consejo y de la Comisión, tanto por parte de la opinión pública como del Parlamento Europeo.

<sup>1</sup> [http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/communication-emu-steps\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/communication-emu-steps_en.pdf).

<sup>2</sup> El informe «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea» puede consultarse en [http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_es.pdf).

<sup>3</sup> [http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/decision-efb\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/decision-efb_en.pdf).

**La mayoría de los Estados miembros de la UE ya han establecido consejos fiscales independientes para reforzar sus marcos presupuestarios nacionales.**

Las recientes reformas del marco de gobernanza fiscal de la UE han ampliado el papel y las funciones de las instituciones públicas independientes de los Estados miembros, con el fin de promover la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE<sup>4</sup>. Aunque los mandatos de los consejos fiscales de los Estados miembros de la UE difieren considerablemente de unos países a otros, suelen encargarse de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas fiscales nacionales, incluido el funcionamiento del mecanismo de corrección automática que exige el Pacto Fiscal como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. El paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*) también establece normas específicas aplicables a la estructura institucional de las instituciones fiscales independientes nacionales, entre las que se incluyen no solo la capacidad de comunicación pública en el momento oportuno, sino también, por ejemplo, una independencia organizativa de amplio alcance basada en disposiciones legales, reglamentarias o administrativas nacionales de carácter vinculante<sup>5</sup>.

**El «Informe de los cinco presidentes», publicado el 22 de junio de 2015, recomienda la creación de un Consejo Fiscal Europeo consultivo para complementar los consejos fiscales nacionales y mejorar la transparencia de la aplicación del PEC.** La principal función prevista para el citado Consejo es «proporcionar una evaluación pública e independiente, a escala europea, de la manera en que los presupuestos, y su ejecución, se atienen a los objetivos y recomendaciones económicos establecidos en el marco de gobernanza fiscal de la UE». El informe especifica que el Consejo Fiscal Europeo «debería poder emitir dictámenes cuando lo estime necesario, especialmente en relación con la evaluación de los Programas de Estabilidad, la presentación de los proyectos de planes presupuestarios anuales y la ejecución de los presupuestos nacionales». Aunque la Comisión Europea, en línea con las prerrogativas que le otorgan los Tratados de la UE, debería poder discrepar de las opiniones del Consejo Fiscal Europeo sobre la aplicación de las reglas fiscales, tendría que justificar los motivos de la discrepancia (el principio de «cumplir o dar explicaciones»). Esto significa que el Consejo Fiscal Europeo ha de realizar y publicar sus análisis en tiempo real. Además, debería presentar una evaluación *ex post* de la aplicación del marco de gobernanza, así como formarse un juicio económico de la orientación adecuada de la política fiscal a nivel nacional y de la zona del euro basada en el PEC. Las recomendaciones del Consejo Fiscal Europeo deberían tenerse en cuenta en las decisiones que adopte la Comisión en el contexto del Semestre Europeo, introducido en el paquete legislativo sobre gobernanza económica (*six-pack*)

<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Los consejos fiscales de los países de la UE», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2014.

<sup>5</sup> Véase el artículo 2 del Reglamento (UE) nº 473/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro.

con el fin de mejorar la coordinación de las políticas económicas y fiscales de los Estados miembros. Por último, la nueva institución consultiva también debería coordinar y complementar a los consejos fiscales nacionales creados en el marco de la Directiva de la UE sobre marcos presupuestarios<sup>6</sup>. En este contexto, el Consejo Fiscal Europeo debería tener el mismo grado de independencia institucional que los consejos fiscales nacionales.

#### **Composición, funciones y mandato del Consejo Fiscal Europeo**

**El Consejo Fiscal Europeo estará integrado por cinco expertos de renombre en concreto, por un presidente y cuatro miembros, designados sobre la base de unas competencias adecuadas, de sus conocimientos de macroeconomía y de su experiencia en gestión presupuestaria.** Mientras que el presidente y uno de los miembros serán designados por la Comisión Europea a propuesta del presidente, previa consulta al vicepresidente responsable del Euro y el Diálogo Social, y al comisario de Asuntos Económicos y Financieros, Fiscalidad y Aduanas, los otros tres miembros serán designados por la Comisión a propuesta del presidente, previa consulta a los consejos fiscales nacionales, al Banco Central Europeo y al grupo de trabajo del Eurogrupo. El Consejo contará con el apoyo de una secretaría formada por un jefe de secretaría y personal de apoyo, que a efectos administrativos estará adscrita a la Secretaría General de la Comisión Europea, pero que únicamente rendirá cuentas al Consejo. El analista económico jefe ejercerá las funciones de jefe de la secretaría. El puesto de analista económico jefe, que actúa como asesor de la Comisión, se creó a finales de 2011 en respuesta a los llamamientos para que se realice un seguimiento más independiente, a fin de contribuir a una aplicación uniforme de las reglas.

**La función del Consejo Fiscal Europeo será contribuir, con carácter consultivo, a la supervisión fiscal multilateral de la zona del euro.** En primer lugar, el Consejo presentará a la Comisión Europea una evaluación de la aplicación del marco fiscal de la UE, en particular en lo que respecta a la coherencia horizontal de las decisiones y a la ejecución de la supervisión presupuestaria en los casos en los que exista riesgo de incumplimiento especialmente grave de las normas. El Consejo Fiscal Europeo también podrá hacer sugerencias relativas a la evolución futura del marco fiscal de la UE. En segundo lugar, el Consejo asesorará a la Comisión Europea sobre la adecuación de la orientación prospectiva de la política fiscal a escala nacional y de la zona del euro basándose en un juicio económico. En tercer lugar, cooperará con los consejos fiscales nacionales, principalmente con el objeto de intercambiar las mejores prácticas y facilitar el entendimiento común.

**El Consejo Fiscal Europeo necesitará una voz pública fuerte para funcionar eficazmente.** Esto está previsto en el «Informe de los cinco presidentes» y será un aspecto esencial para incrementar la transparencia y la coherencia de la aplicación de las

<sup>6</sup> Véase la Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros.

reglas del PEC. La decisión de la Comisión no establece expresamente que las evaluaciones del Consejo Fiscal Europeo se publiquen en tiempo real y tampoco menciona la posibilidad de hacer públicos sus dictámenes. Lo mismo es aplicable al principio de «cumplir o dar explicaciones» que figura en el «Informe de los cinco presidentes». La decisión de la Comisión implica que el Consejo presentará principalmente sus recomendaciones y evaluaciones solo directamente a la Comisión Europea, aunque no especifica cómo deberían tenerse en cuenta en el proceso interno de toma de decisiones. Aunque no está claro si el Consejo Fiscal Europeo realizará comunicaciones públicas en tiempo real, hay una referencia a la publicación de un informe anual.

**Es importante que la estructura del Consejo Fiscal Europeo siga los principios establecidos en relación con la creación de organismos independientes (como los consejos fiscales) a escala nacional.** En el «Informe de los cinco presidentes» se señala que el Consejo Fiscal Europeo debería gozar del mismo grado de independencia que los consejos fiscales nacionales. La decisión de la Comisión otorga independencia a los cinco miembros del Consejo, aunque todos ellos serán designados y remunerados por la Comisión. Además, la creación del Consejo Fiscal Europeo sobre la base de una decisión de la Comisión dentro de su estructura organizativa no se ajusta a las normas establecidas para sus homólogos en el ámbito nacional.

**En general, la creación del Consejo Fiscal Europeo es un paso en la dirección correcta.** Su mandato e independencia institucional podrían aclararse y reforzarse en mayor medida, a fin de garantizar que pueda desempeñar un papel destacado aumentando la transparencia y mejorando el cumplimiento de las reglas fiscales. En primer lugar, dado que tener voz pública es fundamental para que el Consejo sea eficaz, es importante que su derecho de publicación no se limite a un informe anual. Concretamente, el Consejo tendría que poder presentar y publicar en tiempo real evaluaciones de las decisiones de la Comisión Europea relacionadas con el PEC. En segundo lugar, debería aclararse la manera en que las recomendaciones del Consejo Fiscal Europeo se tendrán en cuenta en el marco de supervisión presupuestaria a escala europea, por ejemplo, concediendo a su presidente el derecho a comparecer ante el Parlamento Europeo y a asistir a las reuniones pertinentes del Consejo y del Eurogrupo. En este contexto, en caso de que la Comisión discrepe de las recomendaciones del Consejo en un tema concreto, podría comprometerse a explicar los motivos de la discrepancia. En tercer lugar, será importante especificar el mandato del Consejo Fiscal Europeo, en particular en lo que respecta a la interacción entre su evaluación de la aplicación del PEC y su evaluación de la orientación prospectiva de la política fiscal. Aunque la primera puede sustentarse en sólidas bases metodológicas, no es este el caso de la evaluación de la orientación de la política fiscal adecuada, en especial a escala de la zona del euro. En este contexto, será importante asegurar que el cumplimiento del PEC por parte de todos los Estados miembros y los riesgos para la sostenibilidad de la deuda sean elementos clave de la evaluación de la orientación de la política fiscal. Por último, la estructura institucional del Consejo Fiscal Europeo podría revisarse con el tiempo, principalmente para separar al Consejo de las estructuras institucionales de la Comisión con el fin de que funcione como una institución independiente con personalidad jurídica propia.

## Artículos

# La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE

*En este artículo se analiza la transmisión, a través de la intermediación bancaria, los préstamos bancarios y el dinero, de las medidas no convencionales del BCE anunciadas desde junio de 2014, a saber, el paquete de medidas de expansión crediticia, centrado en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), y el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), centrado en el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Los resultados presentados sugieren que estas medidas han mermado significativamente las rentabilidades en múltiples segmentos de los mercados financieros, siendo mayores los efectos, en general, a medida que aumentan el plazo y el riesgo. Ambos programas han ayudado a reducir los costes de financiación de las entidades de crédito, lo que les ha inducido a trasladar esta reducción de costes a los prestatarios finales mediante la concesión de más crédito en mejores condiciones. En conjunto, la mejora de las condiciones crediticias en la zona del euro ha ayudado a transmitir la orientación acomodaticia de la política monetaria a través de la cadena de intermediación hasta llegar a los hogares y las empresas.*

## Introducción

**Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE y todos los principales bancos centrales han complementado sus marcos de actuación con un conjunto de medidas de política monetaria no convencionales.** En épocas «normales», el BCE trata de conseguir su mandato de mantener la estabilidad de precios fijando el precio de las reservas en el banco central, controlando así los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, de forma que reflejen la orientación que pretende dar a su política monetaria. Esta señal de la política monetaria se propaga entonces a través del sistema financiero, influyendo en las condiciones de financiación más amplias y, en última instancia, en la evolución macroeconómica. Durante la crisis financiera se demostró que este marco de actuación convencional resultaba insuficiente, por dos motivos principales. El primero, porque las perturbaciones en algunos segmentos de los mercados financieros estaban deteriorando el mecanismo mediante el cual la orientación de la política monetaria se transmite del precio de las reservas en el banco central —que controla el banco central— a las condiciones de financiación más amplias que afectan a las decisiones de inversión y de consumo de las empresas y los hogares. El segundo motivo es que la duración y la gravedad de la crisis financiera

mundial hicieron que se agotara el margen para proporcionar estímulo monetario a la economía mediante la reducción de los tipos de interés nominales a corto plazo del mercado monetario, ya que dichos tipos alcanzaron su límite inferior efectivo.

**El objetivo de las medidas no convencionales introducidas por el BCE antes de junio de 2014 era corregir las disfunciones en las distintas fases del mecanismo de transmisión.** Estas medidas abarcaron desde la provisión flexible de liquidez al sistema bancario en función de la demanda, con plazos más amplios y también en monedas distintas del euro, hasta las compras simples de activos en segmentos del mercado con un mal funcionamiento. Lo que estas medidas tienen en común es que su objetivo no era modificar la orientación de la política monetaria del BCE, sino asegurar su correcta transmisión a la economía, subsanando las disfunciones en el mecanismo de transmisión.

**A partir de junio de 2014 se fueron introduciendo progresivamente una serie de medidas nuevas, que conforman un paquete de medidas de expansión crediticia.** El objetivo de este paquete era mejorar la transmisión de la política monetaria, pero también reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria, habida cuenta de las perspectivas de inflación persistentemente baja, de la ralentización del ritmo de crecimiento y de la atonía de la evolución monetaria y del crédito en ese momento. Dado que la forma original de ejecutar las medidas no convencionales —mediante un mecanismo de respaldo a las necesidades de liquidez de las entidades de crédito— dejó de resultar tan idónea al entrar los bancos en una nueva fase de desapalancamiento activo, se requerían nuevos incentivos para que las entidades reanudaran su actividad crediticia. En junio de 2014, el BCE anunció la introducción de las TLTRO, que permiten a las entidades de crédito recibir financiación del Eurosistema a tipos de interés fijos durante un período de hasta cuatro años en una serie de ocho operaciones ejecutadas trimestralmente a partir de septiembre de 2014. Es importante señalar que los importes de la financiación que pueden obtener las entidades de crédito están asociados, en el caso de las dos primeras TLTRO, a su saldo de préstamos computables (préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda) a 30 de abril de 2014 y, en las seis operaciones restantes, a la evolución de los préstamos computables desde mayo de 2014. Además, en el contexto de una reducción más amplia de los tipos de interés oficiales del BCE, en junio de 2014 el Consejo de Gobierno decidió, por primera vez, introducir un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y para las reservas que sobrepasaran las reservas mínimas obligatorias. El tipo de interés volvió a recortarse en septiembre de 2014 hasta su nivel actual del –0,20 %. En septiembre de 2014, el BCE anunció asimismo la puesta en marcha de dos programas de compra de activos: el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés) y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés).

**Finalmente, en enero de 2015, el BCE anunció la introducción del programa ampliado de compra de activos con el fin de reforzar la orientación**

**acomodaticia de la política monetaria.** Esta medida se consideró necesaria dado que los tipos de interés oficiales estaban condicionados por el límite inferior — el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del BCE estaba fijado en el 0,05% desde septiembre de 2014— y las perspectivas de inflación habían registrado un deterioro adicional desde la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia. El APP ampliado incluye los dos programas de compras anteriores (el ABSPP y el CBPP3), así como compras de valores públicos. Se prevé que las compras realizadas en el marco de este programa, por un importe mensual de 60 mm de euros, continúen hasta finales de septiembre de 2016, o una fecha posterior si fuera necesario, y en todo caso hasta que se observe un ajuste sostenido en la trayectoria de inflación que sea compatible con el objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

**En este artículo se analiza el impacto de las medidas no convencionales introducidas por el BCE desde junio de 2014 sobre la intermediación bancaria, los préstamos bancarios y el dinero.** El examen del impacto de estas medidas en los intermediarios financieros no bancarios y de su efecto último en la actividad económica y en la inflación queda excluido del alcance de este artículo. En la sección 2 se analiza el impacto de las citadas medidas en la evolución de los balances de las entidades de crédito, en sus condiciones de financiación y en su capacidad para asumir riesgos, con el fin de determinar de qué forma afectan a la capacidad de las entidades para actuar como intermediarios financieros y, por tanto, servir eficazmente de canal de transmisión de la señal de la política monetaria. La sección 3 se centra más específicamente en el efecto de las medidas sobre el resultado del proceso de intermediación, en concreto el crédito bancario. En la sección 4 se analiza el impacto del APP sobre el dinero en sentido amplio, teniendo en cuenta el aumento exógeno de la cantidad de liquidez del banco central como consecuencia de esta medida. En la sección 5 se presentan las conclusiones. Los dos recuadros facilitan una síntesis de los principales canales de transmisión de estas medidas (recuadro 1) y de su impacto en diversos precios de los mercados financieros (recuadro 2).

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado el impacto sobre el dinero y el crédito de las medidas no convencionales más recientes anunciadas por el BCE.** La evidencia empírica indica que estas medidas han servido para mejorar las condiciones de concesión de crédito en la zona del euro y para favorecer la recuperación sostenida de la actividad crediticia.

**Las TLTRO y el APP han reducido significativamente las rentabilidades en múltiples segmentos de los mercados financieros.** La financiación bancaria a largo plazo proporcionada por las TLTRO y la adquisición de valores públicos y privados a más largo plazo en el marco del APP han afectado a diversos precios de los activos, que generalmente aumentan a medida que se incrementan el plazo y el riesgo.

**La disminución de los rendimientos de los bonos bancarios, es decir, el abaratamiento de la financiación de mercado para las entidades de crédito, ha reducido sus costes de financiación, generando en ellas una mayor predisposición hacia el crédito.** En la práctica, la desaparición de la falta de liquidez y del nivel anormalmente elevado de diferenciales y márgenes en unos mercados de crédito disfuncionales ha inducido a las entidades de crédito y a otros prestamistas a trasladar el menor coste de financiación a los prestatarios finales, en forma de mayor flujo de crédito y mejores condiciones de concesión.

**En conjunto, las medidas no convencionales han ayudado a transmitir la pretendida orientación acomodaticia de la política monetaria a través de la cadena de intermediación, hasta llegar a los prestatarios finales, es decir, los hogares y las empresas.** Este hecho contribuye a la recuperación de la actividad crediticia y económica, que se espera que genere un ajuste sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

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

# Implicaciones fiscales a corto plazo de las reformas estructurales

*La crisis económica y de deuda soberana puso de manifiesto la existencia de diferencias significativas en la capacidad de resistencia de la economía de varios países de la zona del euro y reveló la acuciante necesidad de emprender reformas estructurales. Pese a sus beneficios a largo plazo, la aplicación de este tipo de reformas antes de la crisis resultó insuficiente. La mayor resistencia a la adopción y aplicación de reformas estructurales suele tener su origen en los intereses creados de los colectivos sociales afectados. Al margen de esta consideración, en ocasiones también se citan los posibles costes económicos y fiscales a corto plazo de las reformas estructurales entre las razones para aplazar su adopción, lo que indica una solución intermedia a corto plazo entre la consolidación fiscal y las reformas.*

*La Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sigue esta lógica y prevé compensar los costes fiscales directos a corto plazo de las reformas permitiendo a aquellos Estados miembros de la Unión Europea (UE) que acometan reformas estructurales posponer el ajuste presupuestario con respecto a los valores de referencia establecidos en el PEC. En este artículo se analiza la evidencia de los efectos a corto plazo de las reformas estructurales, dada la relevancia que estas reformas pueden adquirir en la aplicación del PEC. La cuantificación de estos efectos está sujeta a incertidumbre y depende de un gran número de supuestos. Ahora bien, parece que solo algunas reformas estructurales tienen costes fiscales directos a corto plazo, siendo las reformas «sistémicas» de las pensiones el ejemplo más destacado. Ello sugiere que la cláusula de reformas estructurales se ha de aplicar con prudencia. En particular, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia, lo que garantizará, asimismo, una aplicación coherente a lo largo del tiempo y en los distintos países.*

## Introducción

**La crisis económica y de deuda soberana hizo más apremiante la puesta en marcha de reformas estructurales en varios países de la zona del euro.**

Los abultados desequilibrios presupuestarios, la débil competitividad exterior, el apalancamiento del sector financiero, el endeudamiento de los hogares y la escasa productividad influyeron negativamente sobre la capacidad de la zona del euro para adaptarse a la recesión económica provocada por la crisis financiera. Esta crisis puso de manifiesto el carácter profundamente arraigado de los desequilibrios presupuestarios y, en algunos países, ocultó inefficiencias más importantes en el sector público. La limitada capacidad de resistencia de varias economías de la zona

del euro también fue consecuencia, en cierta medida, de los esfuerzos de reforma insuficientes durante el período anterior a la crisis.

**Entre las causas que están frenando la adopción y la aplicación de las reformas estructurales se citan, frecuentemente, factores económicos y políticos.** La mayor resistencia a la aplicación de las reformas estructurales suele tener su origen en los intereses creados de los colectivos sociales afectados. En ocasiones, los posibles costes (económicos y fiscales) transitorios de las reformas estructurales también se cuentan entre los factores que generan resistencia política a las reformas. A ello se suma el hecho de que los Gobiernos tienen unos horizontes temporales que son habitualmente demasiado breves para poder sacar rédito político de los beneficios a largo plazo de las reformas, por lo que podrían no estar dispuestos a asumir sus posibles costes a corto plazo.

**La Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC dio más importancia a los posibles costes fiscales a corto plazo de las reformas estructurales.** La cláusula de reformas estructurales del PEC se introdujo por primera vez en 2005, aunque en sus diez primeros años solo se ha invocado para las reformas «sistémicas» de las pensiones en algunos Estados miembros. Con el fin de estimular la adopción y la aplicación de reformas estructurales, la Comunicación dotó de mayor relevancia a la cláusula que permite a un Estado miembro que esté realizando estas reformas posponer el ajuste fiscal con respecto a los valores de referencia prescritos en el PEC, compensando así los posibles costes económicos y fiscales a corto plazo de las reformas.

**Dado que solo algunas reformas estructurales podrían tener costes fiscales a corto plazo, la flexibilidad que otorga el PEC debería emplearse con prudencia para evitar el riesgo de un uso indebido.** En este artículo se estudian los canales por los que las reformas estructurales influyen en la economía y las finanzas públicas, y se analizan los principales aspectos relacionados con la valoración de sus efectos. Estas reformas comprenden medidas que incrementan la eficiencia y la competitividad de la economía, lo que redunda en beneficio de la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Las reformas de los mercados de trabajo y de productos, así como las reformas sistémicas de las pensiones que favorecen la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, constituyen ejemplos típicos de reformas estructurales. En general, las reformas estructurales en el ámbito fiscal generan beneficios a corto y largo plazo, mientras que son pocos los ejemplos en los que este tipo de reformas suponga costes fiscales a corto plazo (véase recuadro 1). En este artículo se llega a la conclusión de que las reformas estructurales no entrañan, en general, costes fiscales significativos a corto plazo, con la notable excepción de las reformas sistémicas de las pensiones. Cuando sí generan dichos costes, su cuantificación con frecuencia resulta incierta y es, en gran medida, una cuestión subjetiva. Esta conclusión es acorde con los resultados de estudios anteriores, según los cuales, si bien ciertas reformas pueden entrañar costes presupuestarios a corto plazo, estos parecen ser bastante reducidos, y la evidencia

no siempre es significativa en términos estadísticos. Ello sugiere que la cláusula de reformas estructurales del PEC se ha de aplicar con prudencia. En particular, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia, lo que garantizará, asimismo, una aplicación coherente a lo largo del tiempo y en los distintos países. No obstante, en general, el debate debería centrarse en encontrar mejores maneras para incentivar la adopción y la aplicación de reformas estructurales. En la sección 2 se resumen las disposiciones sobre las reformas estructurales en el marco del PEC, incluida la reciente Comunicación de la Comisión Europea. En la sección 3 se presenta una descripción cualitativa de los canales principales por los que estas reformas pueden influir sobre las finanzas públicas a corto plazo, ya sea directamente o indirectamente a través de su impacto sobre los agregados macroeconómicos. En la sección 4 se analizan las dificultades que plantea la cuantificación precisa y fiable de estos efectos para su uso en el contexto del marco de vigilancia presupuestaria de la UE. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**Recientemente, los efectos fiscales a corto plazo de las reformas estructurales han adquirido una mayor relevancia en la aplicación del PEC.** La cláusula de reformas estructurales introducida en la reforma del PEC de 2005 permite posponer el ajuste fiscal cuando un Estado miembro realiza una reforma estructural de envergadura que tiene efectos presupuestarios directos y positivos a largo plazo, incluido un aumento del crecimiento potencial sostenible. Sin embargo, esta cláusula apenas ha contribuido a impulsar las reformas. La reciente Comunicación de la Comisión Europea sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC trata de reactivar la cláusula de reformas estructurales, en parte mediante la relajación de los requisitos necesarios para su aplicación.

**Sin embargo, la cláusula de reformas estructurales del PEC debería aplicarse con prudencia.** Las reformas estructurales pueden influir en la economía y, en particular, en las finanzas públicas, a través de múltiples canales. Como se muestra en este artículo, las reformas con costes directos a corto plazo son las reformas sistémicas de las pensiones. En otros casos, como el de las reformas de los mercados de trabajo y de productos, el efecto neto resulta difícil de precisar, ya que también depende de la manera en que estas se combinan en la práctica. Además, existen muchos ejemplos en los que el impacto a corto plazo de las reformas estructurales es de hecho positivo. En consecuencia, es importante que los supuestos en los que se basa la decisión de aplicar una cláusula de estas características se especifiquen con claridad y transparencia.

**Aunque es necesario cuantificar los costes de las reformas para su inclusión en el PEC, en general, esta cuantificación se tiene que apoyar en supuestos subjetivos.** Las simulaciones con modelos de los efectos de las reformas suelen

estar sujetas a un alto grado de incertidumbre. La falta de una metodología común en la UE para evaluar los efectos de las reformas estructurales aconseja una aplicación prudente de las disposiciones del PEC sobre reformas estructurales.

**Se han de buscar maneras alternativas de respaldar la adopción y la aplicación de las reformas estructurales en la zona del euro.** El «Informe de los cinco presidentes», publicado en junio de 2015, constituye un punto de referencia útil en este sentido. En él se identifican pasos necesarios para avanzar hacia una auténtica Unión Económica y se pone de relieve, entre otros aspectos, la necesidad de alcanzar un grado de convergencia sostenible en la zona del euro, para lo cual se precisa de un impulso renovado que estimule las reformas estructurales en los Estados miembros. En el informe se promueve la adopción de nuevas medidas para mejorar la coordinación y la vigilancia de las políticas que afectan a la competitividad. Se recomienda que cada Estado miembro perteneciente a la zona del euro cree un organismo nacional independiente —o «autoridad de competitividad»—, que se encargaría de realizar el seguimiento de los resultados y las políticas que influyen en la competitividad de un país. El informe ve margen para fortalecer el procedimiento de desequilibrio macroeconómico, no solo como herramienta para detectar desequilibrios, sino también para fomentar la puesta en marcha de reformas estructurales a través del Semestre Europeo. El presidente del BCE, en su llamamiento a «cambiar el enfoque de las normas a las instituciones», también ha reiterado la importancia de un enfoque basado en las instituciones para la gobernanza de las reformas estructurales de la zona del euro. Una institución europea podría ayudar de dos maneras: en primer lugar, facilitando el acuerdo sobre los objetivos de las reformas estructurales, mediante el seguimiento de las mejores prácticas, y, en segundo lugar, simplificando la aplicación de estas reformas, mediante el recurso a la legislación europea para evitar los intereses creados.

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

# Estadísticas europeas: la colaboración entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Sistema Estadístico Europeo

*El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Sistema Estadístico Europeo (SEE) colaboran estrechamente en materia de estadísticas europeas, en particular, en las estadísticas económicas y financieras. Si bien el SEBC y el ESS funcionan con arreglo a marcos jurídicos separados que reflejan sus respectivas estructuras de gobierno, esos dos sistemas siguen los mismos principios estadísticos y aplican rigurosos procedimientos de garantía de calidad estadística, con el fin de respaldar el análisis de las políticas y la toma de decisiones a nivel europeo, y de proporcionar una fuente de información fiable y puntual para el público en general. El SEBC y el SEE desempeñan conjuntamente un papel de liderazgo en proyectos estadísticos de ámbito mundial, como las Normas Especiales Plus para la Divulgación de Datos (NEDD Plus) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la iniciativa del G-20 sobre lagunas en los datos (Data Gaps Initiative).*

## Introducción

**Las estadísticas económicas y financieras europeas están en la vanguardia de los avances estadísticos a escala mundial.** El éxito de las estadísticas europeas se debe, en gran medida, a la solidez del marco jurídico en el que se basa la colaboración entre los sistemas estadísticos nacionales y europeos. Las estadísticas europeas son elaboradas sobre la base de dos pilares separados, pero que trabajan en estrecha colaboración. Uno de ellos es el SEBC, un sistema integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de los Estados miembros de la UE. El otro es el SEE, donde participan la Comisión Europea (Eurostat), los institutos nacionales de estadística (INE) y otras autoridades que elaboran estadísticas a escala nacional.

**La estrecha colaboración y el intercambio de ideas y enfoques entre la función estadística del SEBC y del SEE sentaron las bases para poder ampliar continuamente las estadísticas económicas y financieras europeas disponibles.** El presente artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se describe el marco jurídico de los dos pilares de las estadísticas europeas. En la sección 3 se explica la separación institucional entre el SEBC y el SEE. En la sección 4 se describe la estrecha colaboración entre ambos pilares. Finalmente, en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

## Conclusiones

**La sólida estructura de gobierno del SEBC tal como fue fijada en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea ha sido fundamental para su significativa contribución a las estadísticas europeas.** Sus principales características son las siguientes: i) plena independencia en la elaboración de las estadísticas europeas; ii) capacidad para legislar dentro del marco establecido por el Consejo de la Unión Europea, y iii) papel crucial del Consejo de Gobierno del BCE al decidir el programa estadístico del SEBC.

**El SEE se estableció con arreglo a la legislación secundaria.** Las estadísticas elaboradas por el SEE se basan en actos jurídicos estadísticos adoptados por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. El papel reforzado de Eurostat y de los INE en la coordinación de las actividades estadísticas de otras autoridades nacionales, excluidos los BCN, contribuirá a fortalecer la fiabilidad de las estadísticas europeas elaboradas por el SEE. Si bien el SEBC y el SEE elaboran y publican sus respectivas estadísticas, y realizan ejercicios para garantizar su calidad, también colaboran estrechamente a través del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos, y del Foro Estadístico Europeo, con el fin de evitar conflictos en las demandas estadísticas, reducir al mínimo la carga de información y garantizar la coherencia entre los distintos ámbitos estadísticos.

**Esta estrecha colaboración entre el SEBC y el SEE es la clave del liderazgo que desempeñan las estadísticas europeas en las iniciativas internacionales en esta materia, como la iniciativa del G-20 sobre lagunas en los datos (*Data Gaps Initiative*) y la Iniciativa NEDD Plus del FMI, y garantiza que los principales indicadores económicos y financieros de la Unión Europea sean comparables con los de otras grandes economías.**

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

© Banco Central Europeo, 2015

Apartado de correos: 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 21 de octubre de 2015.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)