

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 3 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno volvió a examinar el grado de acomodación de la política monetaria: el análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.** Las proyecciones de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema indicaban la continuación de los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación y una dinámica de la inflación ligeramente más débil de lo esperado anteriormente, después de las revisiones a la baja en ejercicios de proyección anteriores. El Consejo de Gobierno señaló que la persistencia de bajos niveles de inflación era reflejo de una considerable holgura económica que afecta a las presiones internas sobre los precios, así como de las dificultades del entorno exterior, y que las proyecciones ya incorporaban la evolución favorable de los mercados financieros tras la reunión de política monetaria de octubre. En los párrafos siguientes se resumen los principales rasgos de la evolución económica en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, y a continuación se facilitan detalles adicionales sobre las decisiones adoptadas en dicha reunión.

### Análisis económico en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2015

**La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual.** Las perspectivas para las economías avanzadas se ven respaldadas por los bajos precios del petróleo, unas condiciones de financiación todavía favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal. En cambio, las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes siguen estando limitadas por problemas estructurales y desequilibrios macroeconómicos. En algunos países, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial y la caída de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionistas a nivel global continúen contenidas tras el descenso de los precios del petróleo y habida cuenta de la todavía abundante capacidad ociosa de la economía a escala mundial.

**En el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria afectaron a las condiciones de los mercados financieros de la zona del euro.** Estas expectativas se tradujeron en una disminución significativa de los rendimientos de la deuda soberana en todos los países de la zona. Los mercados de renta variable de la zona del euro se fortalecieron de manera considerable. El euro

se depreció, reflejando en parte las expectativas de los mercados de adopción de medidas de política monetaria.

**La recuperación económica de la zona del euro se sustenta crecientemente en la demanda interna.** En términos intertrimestrales, el PIB real avanzó un 0,3% en el tercer trimestre de 2015, tras un aumento del 0,4% en el trimestre anterior, debido a la persistente contribución positiva del consumo, acompañada de una mayor aportación de la inversión y las exportaciones. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real en el último trimestre de 2015.

**De cara al futuro, se prevé que la recuperación económica continúe, aunque los riesgos siguen apuntando a la baja.** 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 anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, es probable que el gasto público se incremente en algunas partes de la zona del euro, como consecuencia de las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y por la moderación del comercio mundial, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre relacionada con la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos. Dichos riesgos podrían afectar al crecimiento mundial y a la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como a la confianza de forma más amplia.

**Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,5% en 2015, del 1,7% en 2016 y del 1,9% en 2017.**

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente inalteradas.

**La inflación medida por el IAPC ha aumentado ligeramente, aunque sigue en niveles reducidos.** Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 0,1% en noviembre de 2015, la misma tasa que en octubre aunque más baja de lo esperado. El IAPC, excluidos la energía y los alimentos, retrocedió hasta el 0,9% en noviembre, tras haber repuntado hasta el 1,1% en octubre.

**Se espera que la inflación interanual medida por el IAPC aumente en los próximos meses.** Se incrementaría a finales de año y principios del siguiente,

principalmente como consecuencia de los efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo registrada a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las medidas de política monetaria anteriormente adoptadas por el BCE —y complementadas con las anunciadas en diciembre de 2015—, por las expectativas de recuperación económica y por la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro. El Consejo de Gobierno seguirá de cerca la evolución de las tasas de inflación en los próximos meses.

**Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2015, el 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017.**

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

**Las anteriores medidas de política monetaria del BCE han contribuido a mejorar los indicadores monetarios y crediticios, así como a la transmisión de la política monetaria con carácter más general.** El crecimiento del agregado monetario amplio continúa siendo sólido y el de los préstamos se está recuperando, aunque de forma gradual. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos, y los bancos han ido trasladando progresivamente la disminución de estos costes en forma de reducción de los tipos de interés de los préstamos. Las condiciones más favorables de concesión del crédito han seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, al tiempo que la heterogeneidad entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse.

#### **Decisiones de política monetaria y comunicación**

**En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación detallada de la fortaleza y de la persistencia de los factores que están ralentizando actualmente el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.** El análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a dichos niveles.

**Como resultado de su evaluación, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones en aras de su objetivo de estabilidad de precios.**

- En primer lugar, en lo que respecta a los tipos de interés oficiales del BCE, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el –0,30 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantendrán sin variación en sus niveles del 0,05 % y del 0,30 %, respectivamente.

- En segundo lugar, en lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el programa de compra de activos (APP). Está previsto que las compras mensuales de activos por valor de 60 mm de euros que se realizan en el marco del APP continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo, durante el tiempo que sea necesario. Esto contribuirá a que las condiciones de liquidez sean favorables y a que la orientación de la política monetaria sea adecuada.
- En cuarto lugar, en relación con el programa de compras de valores públicos, el Consejo de Gobierno decidió incluir instrumentos de deuda negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro en la lista de activos admisibles para adquisiciones periódicas por los bancos centrales nacionales respectivos.
- En quinto lugar, el Consejo de Gobierno decidió seguir ejecutando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2017.

**Las decisiones fueron adoptadas con el fin de asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, y con ello de anclar las expectativas de inflación a medio plazo.** Las nuevas medidas asegurarán condiciones financieras acomodaticias y supondrán un refuerzo adicional al considerable impacto expansivo de las medidas adoptadas desde junio de 2014, que han tenido importantes efectos positivos sobre las condiciones de financiación, el crédito y la economía real. Las decisiones también refuerzan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y aumentan su resistencia frente a las recientes perturbaciones de la economía mundial.

**El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas para la estabilidad de precios y tiene la disposición y la 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, el Consejo de Gobierno recuerda que el APP ofrece flexibilidad suficiente para ajustar su volumen, composición y duración.

# 1 Entorno exterior

*La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal respaldan las perspectivas de las economías avanzadas. Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas de crecimiento siguen estando limitadas por los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos. En algunas economías emergentes, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial y la corrección de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas tras el descenso de los precios del petróleo y la todavía abundante capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial.*

## Actividad económica y comercio mundiales

### **La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación desigual.**

A lo largo del año, el ritmo de la recuperación se ha afianzado, en general, en la mayoría de las principales economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido. Por el contrario, el crecimiento en las economías emergentes ha seguido siendo, en general, débil, mostrando persistentes divergencias entre unas regiones y otras, debido en parte al diferente impacto de la corrección de los precios de las materias primas sobre los países exportadores y los países importadores de estas materias. Mientras que en las economías emergentes de Asia —incluidas China e India— y en los países de Europa Central y Oriental la actividad económica ha continuado siendo más bien robusta, los países de la Confederación de Estados Independientes sufrieron una profunda recesión en el primer semestre del año. En el epicentro de la desaceleración se encuentra Rusia, que ha venido padeciendo las consecuencias de los bajos precios del petróleo, las restricciones financieras externas y la falta de confianza empresarial.

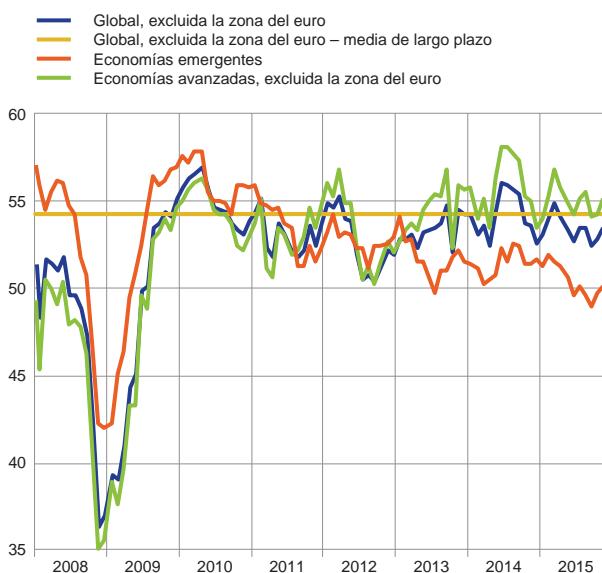
En América Latina el crecimiento también se ha tornado negativo en 2015, como resultado no solo del deterioro de la relación real de intercambio asociado a la caída de los precios de las materias primas, sino también de los desequilibrios internos, de los estrangulamientos de la oferta y de la incertidumbre política, especialmente en Brasil.

**Los indicadores de actividad mundial y los datos disponibles sobre los países sugieren que el crecimiento continuará siendo moderado hacia finales de este año.** El índice PMI compuesto de producción global, excluida la zona del euro, aumentó de nuevo en noviembre, aunque se mantuvo por debajo de la media de largo plazo, lo que sugiere un ritmo de crecimiento sostenido de la actividad mundial. En promedio, en el cuarto trimestre el índice continúa estando ampliamente en consonancia con el nivel registrado en el trimestre anterior, de lo que se deduce que las condiciones del crecimiento mundial permanecen relativamente inalteradas. La notable discrepancia en términos de la evolución de los índices PMI entre las

economías avanzadas y las emergentes también subraya el divergente panorama del crecimiento mundial (véase gráfico 1). Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE también siguen apuntando a un ritmo de crecimiento estable para los países de este grupo y China, mientras que, en el caso de Rusia, se prevé una pérdida de impulso del crecimiento.

### Gráfico 1 Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

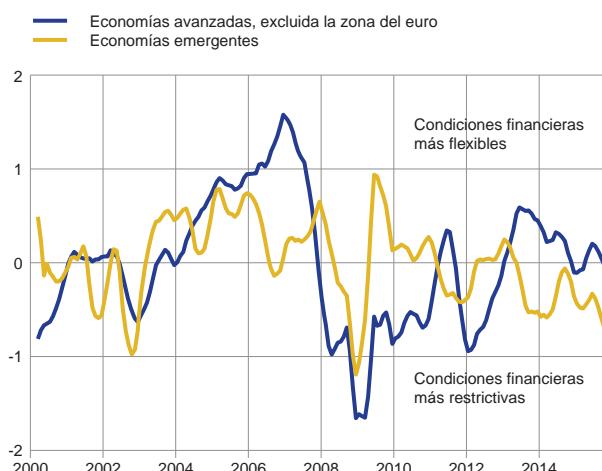
Notas: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015.

**Las políticas monetarias siguen siendo sumamente acomodaticias en las economías avanzadas, respaldando las favorables condiciones de financiación, mientras que en la mayoría de las economías emergentes han continuado endureciéndose.** Las expectativas de una subida de los tipos de interés en diciembre en Estados Unidos aumentaron en noviembre. Las condiciones de financiación externa en la mayoría de las economías emergentes se han tornado más restrictivas, como sugieren los rendimientos algo más elevados de la deuda pública; ello ha venido acompañado de correcciones en los precios de las acciones, una reducción de las entradas de inversiones de cartera y nuevas presiones a la baja sobre los tipos de cambio en varios países

(véase gráfico 2). La depreciación de la moneda eleva el valor de la deuda denominada en moneda extranjera y, por ende, agrava los problemas relativos a los balances y la financiación en esos países. Al mismo tiempo, en India y China se ha relajado la política monetaria. En el caso de China, la incertidumbre respecto a la política monetaria se intensificó notablemente durante el verano, en un entorno de turbulencias en el mercado bursátil y de ajuste del régimen cambiario. Ello contribuyó también a que la volatilidad financiera mundial alcanzara un máximo transitorio.

### Gráfico 2 Índices de condiciones financieras

(desviación estándar, mediana cero; datos mensuales)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a octubre de 2015. Las economías emergentes son un agregado integrado por China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

**De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mundial continúe en una senda de recuperación gradual y desigual, impulsada por las perspectivas de crecimiento que aún muestran capacidad de resistencia en la mayoría de las economías avanzadas.** Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiación favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal deberían respaldar las perspectivas de las economías avanzadas.

**La actividad económica en Estados Unidos perdió impulso en el tercer trimestre, tras un sólido repunte en el trimestre anterior.** El auge del gasto de los hogares siguió siendo el motor de la recuperación, favorecido por el aumento del empleo, los salarios nominales y la renta real disponible, en un contexto de descenso de los precios del petróleo y la inflación, así como por las favorables condiciones crediticias y la mejora de los balances de los hogares. No obstante, los precios más bajos del petróleo están restando cierto impulso a la inversión privada en estructuras de petróleo no convencional (*shale oil*) y la demanda exterior neta podría ser un lastre para la actividad, debido a la apreciación del dólar estadounidense.

**La actividad económica en el Reino Unido también experimentó una ligera desaceleración en el tercer trimestre, tras el dinámico ritmo de crecimiento del segundo trimestre.** El crecimiento viene determinado principalmente por el consumo, en la medida en que los bajos precios de la energía y el aumento de los salarios continúan respaldando la renta real disponible, mientras que se prevé que los esfuerzos en materia de consolidación fiscal sean un elemento moderador. Al mismo tiempo, la relajación de las condiciones crediticias está respaldando la inversión empresarial.

**En Japón, la actividad económica se esfuerza por cobrar impulso, aunque una revisión al alza del crecimiento en el tercer trimestre implica que la economía ha evitado una recesión técnica.** Se prevé que el crecimiento siga siendo moderado hacia finales del año, impulsado por una mejora sostenida del consumo privado, en un contexto de aumento de las rentas reales como consecuencia de los incrementos salariales y de los precios más bajos del petróleo, y por las exportaciones, que deberían verse favorecidas por el aumento de la demanda externa y por la depreciación del yen.

**Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas son más diversas y continúan siendo débiles en términos históricos.** Si bien el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería respaldar la actividad económica en las economías emergentes, los obstáculos estructurales y los desequilibrios macroeconómicos siguen limitando las perspectivas de crecimiento. Al mismo tiempo, algunas economías se están ajustando a los precios más bajos de las materias primas y a las condiciones de financiación externa más restrictivas en previsión de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, mientras que, en otras, la incertidumbre política sigue siendo elevada.

**El proceso de reequilibrio de la economía china ha supuesto una desaceleración gradual, ya que la caída de la inversión no se ha compensado plenamente con un fortalecimiento del gasto en consumo.** El crecimiento siguió dando muestras de resistencia en el tercer trimestre, y se espera que los bajos precios del petróleo y la solidez del consumo respalden la economía en el corto plazo. Las recientes rebajas de los tipos de interés, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos realizados para relajar las limitaciones sobre las

finanzas de los Gobiernos locales también deberían tener un impacto positivo en la evolución de la demanda. No obstante, a medio plazo, el creciente hincapié en hacer frente a las fragilidades del sector financiero y a los desequilibrios macroeconómicos podría desacelerar el ritmo de la expansión. En India, aunque el crecimiento se moderó en el segundo trimestre, la política monetaria acomodaticia, un repunte de la inversión —como consecuencia de las reformas favorables para la actividad empresarial— y la solidez del consumo privado han estimulado la confianza y mejorado las perspectivas de crecimiento.

**En los países de Europa Central y Oriental las proyecciones indican que la actividad económica seguirá siendo robusta, aunque desigual según los países.** Se prevé que el sólido crecimiento de la inversión, respaldado por los fondos estructurales de la Unión Europea, y el dinamismo del consumo privado, favorecido por el aumento de la renta real disponible, continúen siendo los principales motores del crecimiento en la región.

**Por el contrario, las economías emergentes exportadoras de materias primas siguieron sufriendo las consecuencias del final del ciclo de estas materias, principalmente a través de un deterioro de la relación real de intercambio.** En Rusia, los costes de financiación siguen siendo altos, la incertidumbre elevada y la confianza empresarial débil. Al mismo tiempo, la reducción de los ingresos provenientes del petróleo está restringiendo el gasto público. En Brasil, la desaceleración económica se ha intensificado de forma acusada en la medida en que tanto la incertidumbre política como el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de las condiciones monetarias y de financiación afectan a la actividad económica.

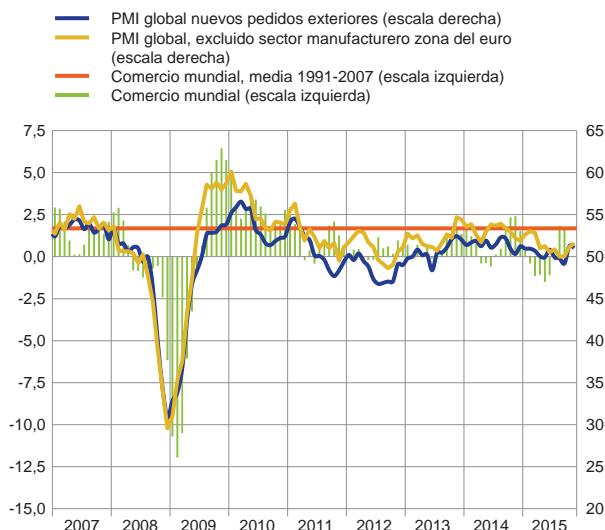
**El comercio mundial registró una excepcional atonía en el primer semestre de 2015.** Los datos correspondientes al primer semestre de 2015 se han revisado notablemente a la baja y muestran ahora una contracción del comercio mundial, una evolución que no se había observado desde el primer semestre de 2009. Los acusados descensos en algunas de las principales economías emergentes y la volatilidad de los datos en algunas economías avanzadas, en particular en el Reino Unido, han determinado la caída del agregado mundial. Las importaciones se desplomaron casi un 25 % en Rusia en el primer semestre del año y se redujeron en torno al 9 % en Brasil en el segundo trimestre. En ambas economías, el desplome de las importaciones puede atribuirse en parte a la caída de la demanda interna y a la fuerte depreciación del tipo de cambio, pero las respectivas magnitudes fueron mucho mayores de lo que habría cabido esperar a juzgar por las anteriores relaciones. En China e India las importaciones también han mostrado una debilidad sorprendente.

**Los datos de comercio y las encuestas disponibles sugieren que el crecimiento del comercio mundial ha alcanzado un punto de inflexión y ha returned a cifras positivas.** Los datos recientes sobre China, Japón y el Reino Unido sugieren que se ha producido un fuerte repunte de las importaciones,

### Gráfico 3

#### Comercio mundial de bienes

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 para los PMI y a septiembre de 2015 para el comercio mundial.

que registraron tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre. En Brasil, el comercio todavía muestra una caída, pero a un ritmo más moderado, contribuyendo, por consiguiente, al crecimiento total del comercio mundial en el tercer trimestre. El repunte se pone aún más de manifiesto en el incremento del comercio mundial de mercancías y en el hecho de que el PMI global de nuevos pedidos exteriores haya registrado de nuevo una expansión en octubre y noviembre (véase gráfico 3). De cara al futuro, se espera que el comercio mundial solo experimente un fortalecimiento muy gradual en consonancia con la recuperación de la actividad global y que no recobrará el dinamismo observado antes de la crisis financiera. En general, en relación con el PIB mundial, se prevén perfiles más bien planos en el horizonte de las proyecciones, tanto para las importaciones mundiales como para la demanda exterior de la zona del euro. Tras una moderada recuperación en 2015 y 2016, se prevé que las importaciones mundiales crezcan

en línea con el PIB mundial. Así pues, la elasticidad del comercio será notablemente menor que la registrada antes de la crisis financiera.

**En general, las perspectivas del crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual.** De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosystema (cuya fecha de cierre para los supuestos relativos a la situación financiera y los precios de las materias primas fue el 12 de noviembre), se prevé que el crecimiento del PIB real, excluida la zona del euro aumente de forma gradual desde el 3,1% en 2015 hasta el 3,6% en 2016 y hasta el 3,9% en 2017. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera una expansión desde el -0,1% en 2015 hasta el 2,7% en 2016 y hasta el 3,8% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, ello implica una revisión a la baja del crecimiento mundial, principalmente como consecuencia de las perspectivas menos favorables de las economías emergentes. Las revisiones de la demanda exterior de la zona del euro son más significativas, debido, sobre todo, a las correcciones realizadas en los datos en el primer semestre de 2015.

**Los riesgos para las perspectivas de la actividad mundial continúan situándose a la baja, en particular para las economías emergentes.** Los principales riesgos a la baja están relacionados con una desaceleración más pronunciada en los mercados emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiación, la intensificación de la incertidumbre política y la caída de los precios de las materias primas podrían exacerbar los actuales desequilibrios macroeconómicos, minar la confianza y desacelerar el crecimiento en mayor

medida de lo esperado. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas y el aumento de las tensiones, especialmente en Oriente Medio, podría tener repercusiones negativas para el crecimiento mundial. La corrección de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos en un contexto de divergencia entre las políticas mundiales constituye otro riesgo a la baja. Entre los riesgos al alza, se estima que los descensos del precio del petróleo reflejen, en conjunto, noticias más positivas por el lado de la oferta. Por consiguiente, ello debería ser, en general, positivo para el crecimiento mundial, en el sentido de que se prevé que los aumentos de la actividad en los países importadores de petróleo compensen con creces las pérdidas experimentadas en los países exportadores.

## Evolución mundial de los precios

**La inflación mundial se ha mantenido en niveles muy reducidos como resultado de la caída de los precios del petróleo.** La tasa de variación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE aumentó hasta el 0,6% en octubre, desde el 0,4% del mes anterior, debido a un moderado repunte de los

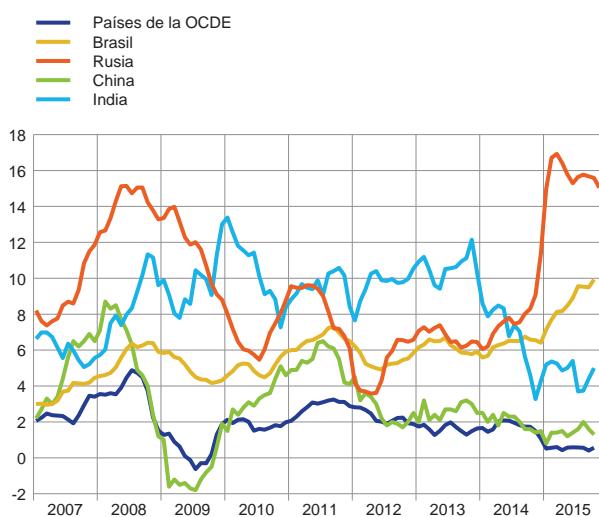
precios de los alimentos y a una contribución menos negativa de los precios de la energía (véase gráfico 4). Los precios de la energía siguieron bajando por decimotercer mes consecutivo en octubre (un 11,6% en tasa interanual), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos se incrementó hasta el 1,5%. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se mantuvo sin variación en el 1,8% en octubre. Entre las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación general continuó situándose en niveles muy elevados en Brasil y Rusia, aunque se había reducido en Rusia, mientras que en China descendió hasta el 1,3%.

**Tras estabilizarse en septiembre y octubre, los precios del petróleo han vuelto a descender desde principios de noviembre.** La producción mundial de petróleo sigue siendo elevada y el mercado mundial de crudo continúa estando abastecido en exceso, a pesar de que la demanda mundial de petróleo alcanzara en el tercer trimestre de 2015 el nivel

máximo de los últimos cinco años. La producción de petróleo de los países miembros de la OPEP sigue situándose en máximos casi históricos y la de los países no pertenecientes a esta organización también continúa siendo elevada, ya que la menor producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha compensado con unos niveles récord de producción en Rusia. Las existencias de la OCDE aumentaron de nuevo y alcanzaron un máximo casi

**Gráfico 4**  
Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 en el caso de Rusia y a octubre de 2015 para el resto de los países.

histórico a finales del tercer trimestre de 2015, lo que intensificó la presión a la baja sobre el precio del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas se han reducido ligeramente desde octubre, como consecuencia del descenso de los precios de los metales.

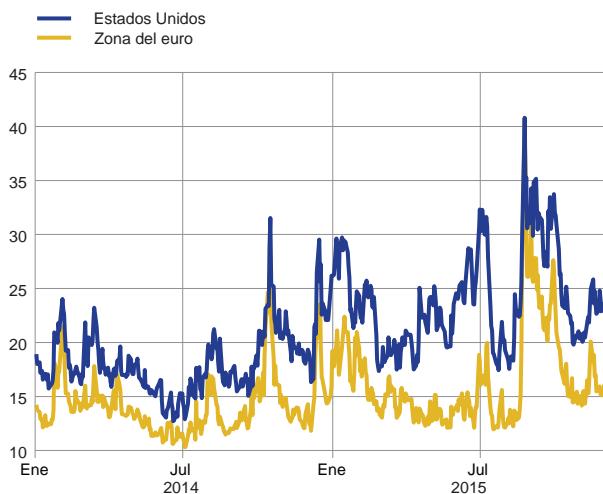
**De cara al futuro, se espera un aumento de la inflación mundial.** La anterior caída de los precios del petróleo y de otras materias primas continúa atenuando las presiones inflacionistas en el corto plazo. Más adelante, debería reducirse la contribución negativa del componente energético a medida que comiencen a desvanecerse los efectos de los anteriores descensos de los precios del crudo. Además, un aumento de la pendiente de la curva de los futuros del petróleo implica que, a escala mundial, la inflación general también aumentará gradualmente. Sin embargo, el hecho de que las brechas de producción se estén cerrando lentamente en las economías avanzadas y se estén ampliando en varias economías emergentes indica que todavía existe una holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, que se prevé continuará afectando a la inflación subyacente mundial en el medio plazo.

## 2 Evolución financiera

*La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, tras un período de fuerte volatilidad asociada a los desarrollos en China. La mejora se vio favorecida por las expectativas de los mercados de un aumento de los estímulos en materia de política monetaria en la zona del euro, que cobraron nuevo impulso tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre. Esas expectativas de una relajación adicional de la política monetaria dieron lugar a descensos significativos de los rendimientos de la deuda soberana en los países de la zona del euro, reduciéndose la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro a diez años en más de 40 puntos básicos, hasta situarse en el 1,02 % a comienzos de diciembre. Los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se fortalecieron notablemente, compensando un amplio porcentaje de las caídas observadas durante el verano. El euro se depreció de forma acusada entre principios de septiembre y comienzos de diciembre, como consecuencia de las expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos.*

**La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos.** El aumento de la incertidumbre observado en agosto, que estuvo asociado a la preocupación suscitada por los desarrollos en China, remitió durante el período considerado. Como consecuencia, se produjo una mejora gradual de la situación de los

**Gráfico 5**  
Volatilidad implícita en los mercados de renta variable  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.  
Notas: Para la zona del euro se utiliza el índice VSTOXX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones EUROSTOXX 50. Para Estados Unidos se utiliza el índice VIX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones S&P 500. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre de 2015.

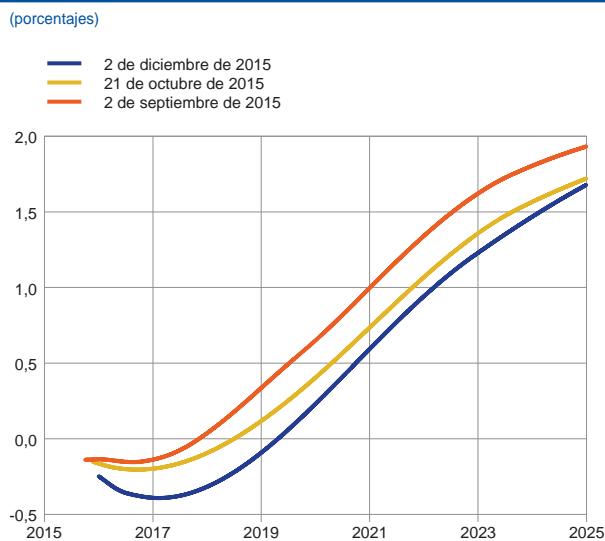
(véase gráfico 6). Posteriormente, aumentaron las expectativas de los mercados respecto a una futura reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que dio lugar a un considerable descenso de los tipos *forward* del eonia a corto plazo.

#### El eonia descendió, en general, entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de aumentos graduales del exceso de liquidez.

Tras descender gradualmente en septiembre, desde alrededor del  $-0,12\%$  hasta el  $-0,14\%$ , aproximadamente, el eonia se estabilizó entre principios de octubre y principios de diciembre, situándose en un promedio del  $-0,14\%$ . Esta evolución se produjo en un contexto de incrementos graduales del exceso de liquidez, que fueron, en gran medida, resultado de las compras realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del BCE. En el recuadro 1 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria de la zona del euro.

Los rendimientos de la deuda soberana se redujeron en todos los países de la zona del euro ante las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE.

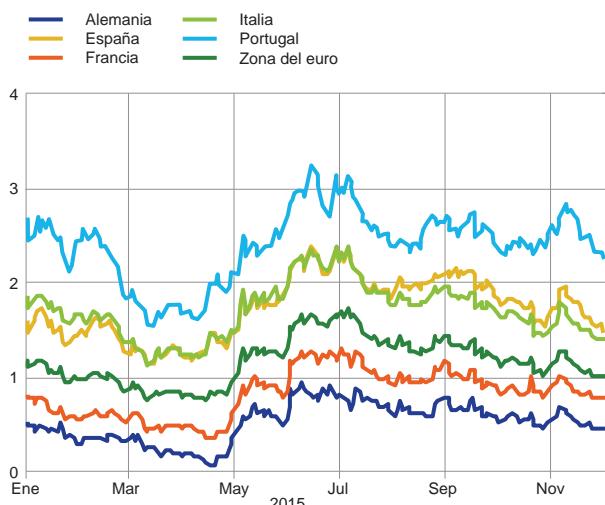
**Gráfico 6**  
Tipos *forward* del eonia  
(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 7**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años  
en algunos países de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre.

el resto del período considerado aumentaron en septiembre, pero después mostraron un sólido comportamiento durante el resto del período considerado, registrándose descensos generales de alrededor de 20 puntos básicos en los rendimientos de los valores tanto del sector financiero como del no financiero (véase gráfico 8).

**Los mercados bursátiles de la zona del euro se fortalecieron significativamente durante el período considerado, compensando un amplio porcentaje de las**

**Gráfico 8**  
Rendimientos de los valores de renta fija privada  
en la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: iBoxx y BCE.

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

En general, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo más de 40 puntos básicos entre principios de septiembre y principios de diciembre, situándose en el 1,02% el 2 de diciembre. Esta cifra fue tan solo ligeramente superior al mínimo histórico observado antes del ajuste del precio de la deuda soberana en abril (véase gráfico 7). En los países de la zona del euro con calificación más baja se observaron caídas más pronunciadas, lo que dio lugar a un estrechamiento adicional de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en relación con Alemania.

**Las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro, tanto del sector financiero como del no financiero, experimentaron una mejora, reduciéndose los rendimientos de los valores de renta fija privada.** Los rendimientos de la renta fija privada aumentaron en septiembre, pero después mostraron un sólido comportamiento durante el resto del período considerado, registrándose descensos generales de alrededor de 20 puntos básicos en los rendimientos de los valores tanto del sector financiero como del no financiero (véase gráfico 8).

**Gráfico 9**  
Índices de precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos

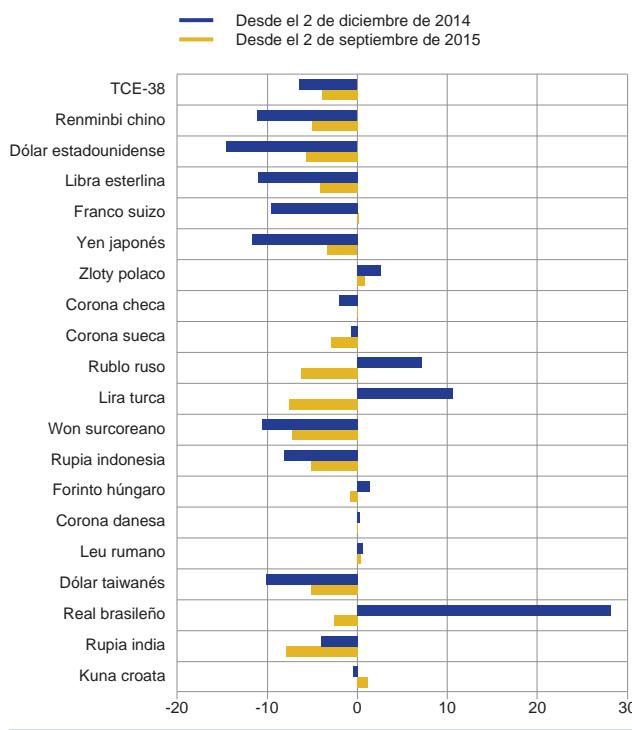
(1 de enero de 2014 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

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

**Gráfico 10**  
Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas  
(porcentaje)



Fuente: BCE.

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

**caídas observadas durante el verano.** Los precios de las acciones de la zona del euro, medidos por el índice EUROSTOXX amplio, aumentaron un 9% durante el período considerado, al disminuir la inquietud sobre la evolución de los mercados emergentes y por las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE (véase gráfico 9). Al mismo tiempo, en Estados Unidos los precios de las acciones, medidos por el índice S&P 500, se incrementaron alrededor del 7%.

**El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se depreció un 4% entre principios de septiembre y principios de diciembre (véase gráfico 10).** La depreciación del euro se produjo tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre y reflejó las expectativas de los mercados respecto a futuras decisiones en materia de política monetaria. En términos bilaterales, el euro se depreció un 5,7% frente al dólar estadounidense. También se debilitó frente al renminbi chino, la libra esterlina, el yen japonés y la corona sueca, así como frente a las monedas de numerosas economías emergentes —en particular, el rublo ruso, que se recuperó ligeramente tras la acusada depreciación experimentada con anterioridad— y las monedas

de los países exportadores de materias primas. Al mismo tiempo, el euro se mantuvo relativamente estable frente a las monedas de los países de Europa Central y Oriental. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

### 3 Actividad económica

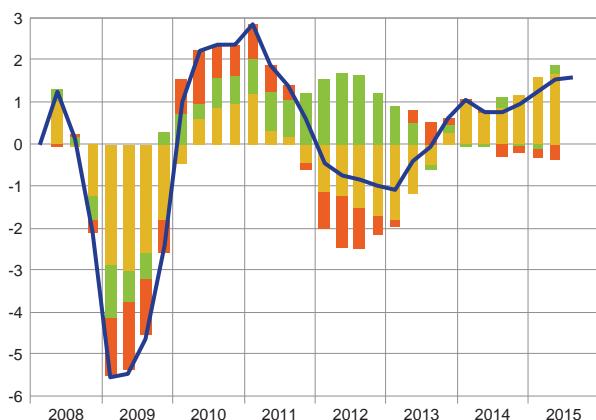
*La recuperación económica de la zona del euro ha seguido afianzándose gradualmente y se sustenta de forma creciente en la demanda interna. En el tercer trimestre de 2015, el PIB real de la zona creció un 0,3% en tasa intertrimestral, ampliando a dos años y medio el período de incrementos consecutivos de la actividad. Los indicadores de coyuntura más recientes señalan que el PIB seguirá registrando un crecimiento moderado a corto plazo, y se espera que la recuperación de la actividad económica continúe, respaldada por la demanda interna, que se verá favorecida por diversos factores. El efecto de las medidas acomodaticias de política monetaria del BCE continúa transmitiéndose a la economía real a través de la relajación adicional de las condiciones crediticias, que fomentará una mayor inversión empresarial. Los bajos precios del petróleo, que han llevado a un aumento del poder adquisitivo de los hogares y de la rentabilidad de las empresas, están*

impulsando el consumo privado y la inversión. Sin embargo, las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes y la moderación del comercio mundial siguen frenando la recuperación económica de la zona del euro. Teniendo en cuenta estos factores compensadores, las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a las proyecciones de septiembre de 2015 de los expertos del BCE.

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

(variaciones interanuales; contribuciones en puntos porcentuales)

- PIB real
- Demanda interna final
- Variación de existencias
- Demanda exterior neta

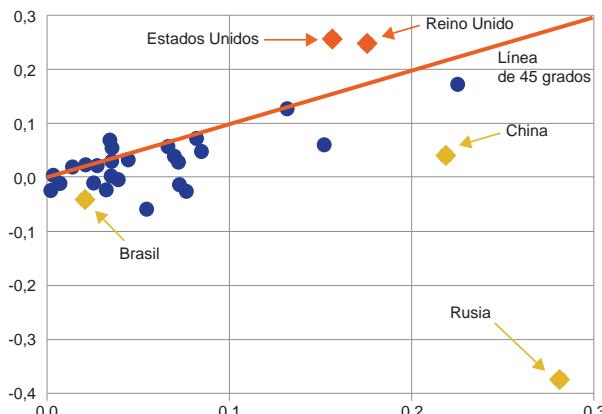


Fuente: Eurostat.

### Gráfico 12 Contribuciones por países a las exportaciones de bienes de la zona del euro

(contribuciones medias interanuales en puntos porcentuales)

Eje de abscisas: I TR 2001 - IV TR 2007  
Eje de ordenadas: I TR 2013 - III TR 2015



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos más recientes: III TR 2015 se refiere al trimestre completo, salvo en el caso del Reino Unido y de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los puntos azules expresan las exportaciones a los principales socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro.

### El PIB real de la zona del euro siguió creciendo en el tercer trimestre de 2015, aunque a un ritmo intertrimestral algo menor que en el segundo trimestre.

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real registró un crecimiento del 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2015, en comparación con el 0,4% del trimestre anterior, lo que representa el mayor avance observado desde el segundo trimestre de 2011 en términos interanuales (véase gráfico 11). Los indicadores a corto plazo y los datos por países apuntan a la persistencia de las contribuciones intertrimestrales positivas de la demanda interna, especialmente del consumo privado. El crecimiento se ha visto frenado por cierta debilidad de la inversión en construcción y de la demanda exterior neta, que en este último caso refleja un leve deterioro del entorno exterior.

### La contribución de las economías emergentes al crecimiento de las exportaciones ha sido menor en la recuperación actual que antes de la crisis.

Desde 2013, en economías avanzadas como Estados Unidos y Reino Unido, la demanda interna se ha mostrado relativamente robusta, y esta circunstancia, unida a la evolución de los tipos de cambio observada desde mediados de 2014, se ha traducido en una mayor contribución de estas economías al avance de las exportaciones de la zona del euro (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, grandes economías emergentes, como China y Rusia, que contribuyeron de forma significativa al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro antes de la crisis, se han desacelerado y su aportación ha sido muy pequeña, o negativa, durante la recuperación.

**De cara al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían aumentar como resultado de una recuperación gradual de la demanda externa.**

Es probable que el débil ritmo de crecimiento de muchas economías emergentes continúe frenando las exportaciones de la zona del euro, que, sin embargo, seguirán viéndose favorecidas por el afianzamiento de la expansión de las economías avanzadas.

Los datos mensuales de comercio de bienes correspondientes a agosto y septiembre confirman un panorama de debilitamiento del avance de las exportaciones en el tercer trimestre de 2015, con contribuciones negativas de Brasil, China y Rusia a las exportaciones anuales de la zona del euro. Al mismo tiempo, las exportaciones a economías avanzadas parecen haber mantenido su dinamismo. Además, los indicadores de opinión señalan una ligera recuperación de la actividad exportadora a corto plazo, ya que el comercio mundial de mercancías aumentó en el tercer trimestre de 2015 tras dos trimestres de crecimiento negativo. En vista del retorno gradual de la actividad y el comercio mundiales a la senda de la recuperación, y de la depreciación del euro, se espera que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se recupere.

### Gráfico 13 PIB real de la zona del euro, consumo privado e inversión

(índice I TR 2008 = 100)

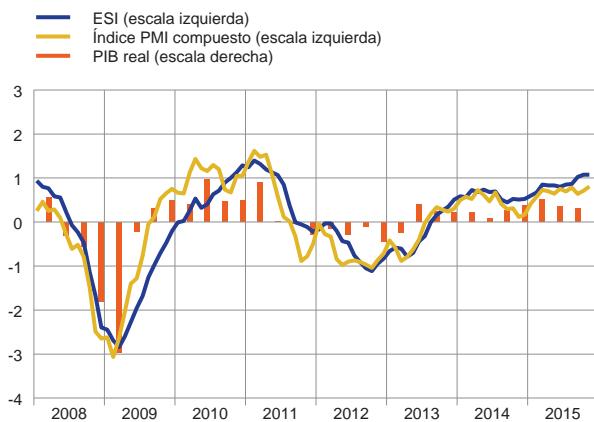


Fuente: Eurostat.

encuentra ahora en un nivel próximo al observado en el primer trimestre de 2008. La recuperación actual continúa estando respaldada por la demanda interna y, en particular, por el consumo privado, que ha sido el principal motor de la recuperación (véase gráfico 13). La inversión se mantiene alrededor de un 15% por debajo del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008.

### Gráfico 14 PIB real de la zona del euro, índice PMI compuesto y ESI

(escala izquierda: índice de difusión y saldos netos; escala derecha: tasas de variación intertrimestrales)



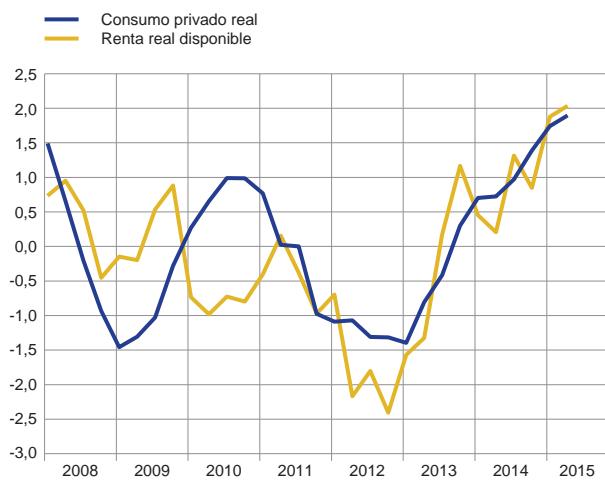
Fuentes: Markit, DG-ECFIN y Eurostat.

Nota: El índice PMI compuesto y el indicador ESI están normalizados.

Los indicadores de coyuntura señalan la continuación de la recuperación económica a un ritmo similar al registrado en el tercer trimestre.

Los datos procedentes de encuestas, disponibles hasta noviembre, apuntan a la continuación de un crecimiento moderado a corto plazo. Tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción mejoraron ligeramente entre septiembre y noviembre (véase gráfico 14). En noviembre, ambos indicadores se situaban por encima de sus niveles medios a largo plazo. Otros datos mensuales disponibles hasta el tercer trimestre, como los relativos a la producción industrial (excluida la construcción), fueron desfavorables y los indicadores del BCE sobre nuevos pedidos industriales descendieron en

**Gráfico 15**  
Consumo privado y renta real disponible en la zona del euro  
(tasa de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

un 0,6% con respecto al segundo trimestre) y el nivel de confianza de los consumidores, que aumentó en noviembre, apunta a la continuidad de un crecimiento sostenido del consumo privado en el próximo período. Desde mediados de 2014, la renta real disponible se ha visto impulsada por el descenso de los precios del petróleo, aunque el mayor poder adquisitivo de los hogares obedece, sobre todo, al fuerte avance de las rentas salariales derivado de las mejoras graduales registradas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Para el

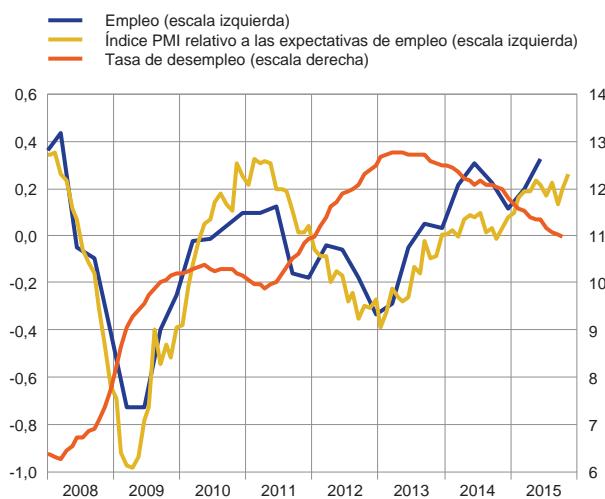
septiembre, lo que probablemente esté relacionado con el debilitamiento de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre.

**El consumo privado es el principal factor determinante de la recuperación y se está beneficiando de las mejoras observadas en los mercados de trabajo de la zona del euro.**

La evolución favorable de la renta real disponible de los hogares ha respaldado el consumo privado desde el inicio de la recuperación a principios de 2013 (véase gráfico 15). Si bien los hogares de muchos países todavía están ajustando sus balances y desapalancándose, estos ajustes parecen limitar el consumo privado menos que antes. Las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles siguieron mejorando en septiembre (incrementándose

**Gráfico 16**  
Empleo, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestrales; escala derecha: porcentaje de la población activa)



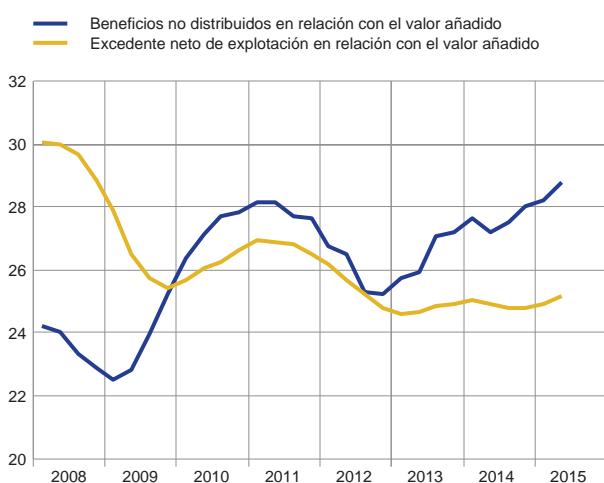
Fuente: Eurostat.

**Pese a esta evolución positiva, la tasa de desempleo de la zona del euro continúa siendo elevada y, dado su actual ritmo de descenso, habrá de transcurrir mucho tiempo para que retorne a los niveles previos a la crisis.** Además, aunque esta tasa se ha reducido sustancialmente desde mediados de 2013, otros indicadores más amplios de la holgura existente en el mercado de trabajo —los que tienen en cuenta a sectores de la población que se ven obligados a trabajar a tiempo

<sup>1</sup> En el artículo titulado «¿Qué factores explican el reciente repunte del empleo en la zona del euro?», publicado en este Boletín Económico, se presenta un análisis de la evolución del empleo en la zona del euro.

parcial o los que se han retirado del mercado laboral— continúan situados en cotas elevadas. Habida cuenta de que hay unos siete millones de personas (el 5 % de la población activa) que se ven obligadas a trabajar a tiempo parcial ante la falta de empleo a tiempo completo y más de seis millones de trabajadores desanimados (que han dejado de buscar trabajo y se han retirado del mercado laboral), la debilidad del mercado de trabajo de la zona del euro continúa siendo bastante mayor de lo que sugiere la tasa de desempleo.

**Gráfico 17**  
Excedente neto de explotación y beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras de la zona del euro  
(en porcentaje del valor añadido)



Fuente: Eurostat.

**El crecimiento de la inversión ha tenido un menor peso como factor impulsor de la recuperación en curso.** Aunque la inversión empresarial ha seguido una senda ascendente desde el primer trimestre de 2013, en el segundo trimestre de 2015 mostró falta de dinamismo, y es muy probable que también haya mantenido la misma dinámica en el tercer trimestre. Sin embargo, se han apreciado algunas señales alentadoras, como una mejora gradual de las condiciones de oferta del crédito, una situación menos restrictiva en la demanda y la recuperación de los beneficios empresariales. Los beneficios no distribuidos y el excedente neto de explotación apuntan a una mejora continuada de la rentabilidad de las empresas (véase gráfico 17), lo que, en un entorno de política monetaria muy acomodaticia, seguirá favoreciendo la inversión empresarial a medida que las condiciones crediticias continúen relajándose y la demanda se fortalezca.

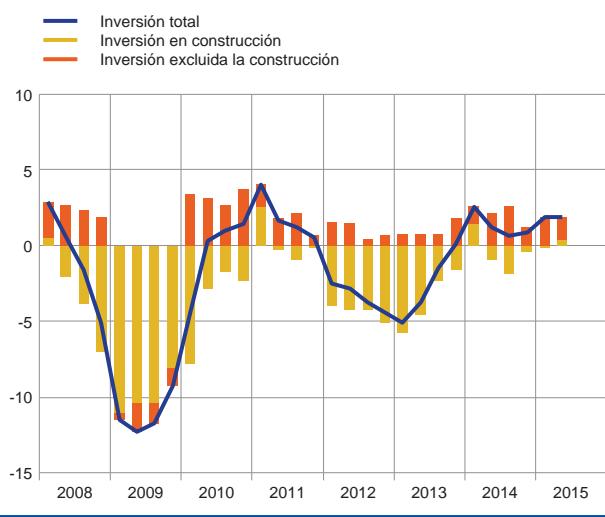
**Los indicadores económicos señalan un fortalecimiento gradual de la inversión empresarial en el próximo período.** Dado que la producción industrial de bienes de equipo continúa creciendo (un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre) y que los indicadores de confianza para el sector de bienes de equipo se sitúan por encima de sus niveles medios a largo plazo, las condiciones de demanda están mejorando, aunque partiendo de niveles reducidos. La mayor utilización de la capacidad productiva y la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de inversión contenida respaldarán los gastos de capital. Si bien las condiciones de demanda están mejorando progresivamente, continúan siendo el principal factor limitador de la inversión empresarial, lo que, unido a la incertidumbre en torno a las políticas y a otros problemas estructurales, actualmente está frenando el gasto de inversión de las empresas (véase recuadro 2, sobre los resultados de una encuesta del BCE a grandes empresas que operan en la zona del euro). A medida que aumenten los beneficios, se sigan relajando las condiciones de financiación y continúe mejorando la confianza, la inversión empresarial se irá recuperando.

**Se prevé que la inversión en construcción, que desde el principio de la crisis ha lastrado el crecimiento de la inversión total, se recupere gradualmente.** Tras la acusada corrección observada en muchos mercados de la vivienda de la zona del

## Gráfico 18

### Crecimiento de la inversión total en la zona del euro

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

euro después de la crisis, la inversión en construcción se mantiene débil (véase gráfico 18). En el segundo trimestre, dicha inversión experimentó una desaceleración adicional, situándose en niveles muy inferiores a los registrados antes de la crisis, y es probable que esta atonía continúe a corto plazo, ya que la producción de la construcción creció solo ligeramente en septiembre (un 0,1 %, en tasa intertrimestral). Sin embargo, unas condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios, junto con el crecimiento de la renta disponible de los hogares, deberían impulsar la demanda de inmuebles residenciales en el próximo período. En efecto, las señales de fortalecimiento del mercado de la vivienda y el aumento de los visados de obra nueva en algunos países confirman este panorama.

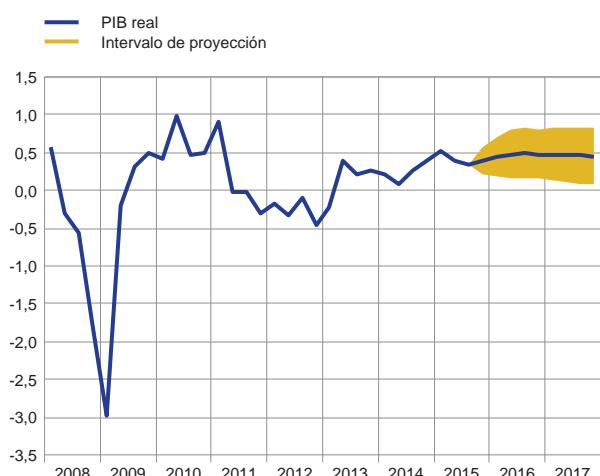
## Según las proyecciones, la recuperación económica de la zona del euro cobrará fuerza en los dos próximos años, sustentada en la demanda interna, que se verá favorecida por diversos factores<sup>2</sup>.

El efecto de las medidas acomodaticias de política monetaria del BCE continúa transmitiéndose a la economía real, como ponen de manifiesto la relajación adicional de las condiciones crediticias, el reciente giro en los volúmenes de crédito y la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. El consumo privado y la inversión se ven respaldados por los bajos precios del petróleo, que han llevado a un aumento del poder adquisitivo de los hogares y de los beneficios empresariales. Además, se prevé que la relajación de la política fiscal se traduzca en un incremento del consumo público y de las transferencias a los hogares. Se espera que la demanda interna siga reforzándose, a medida que disminuyan progresivamente las necesidades de desapalancamiento de los hogares y las empresas y continúe mejorando la situación de los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro sigue estando frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes y la moderación del comercio mundial, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Teniendo en cuenta estos factores compensadores, las proyecciones macroeconómicas

## Gráfico 19

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

(tasas de variación intertrimestrales)



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

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

de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro anticipan un crecimiento anual del PIB real del 1,5% en 2015, del 1,7% en 2016 y del 1,9% en 2017 (véase gráfico 19). Estas cifras se mantienen prácticamente inalteradas con respecto a las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE.

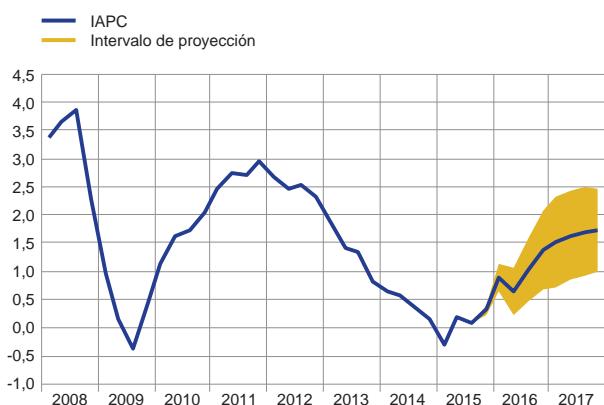
**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja.** Los riesgos a la baja se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre relacionada con la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos, que podrían afectar al crecimiento mundial y a la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como a la confianza de forma más amplia.

## 4 Precios y costes

*La inflación medida por el IAPC ha returned a tasas ligeramente positivas en los dos últimos meses. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC aumente de forma significativa a finales de este año y principios del siguiente, principalmente como consecuencia de los efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo registrada a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE, por las expectativas de recuperación económica y por la transmisión de anteriores depreciaciones del euro. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1% en 2015, el 1,0% en 2016 y el 1,6% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.*

**Gráfico 20**  
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



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

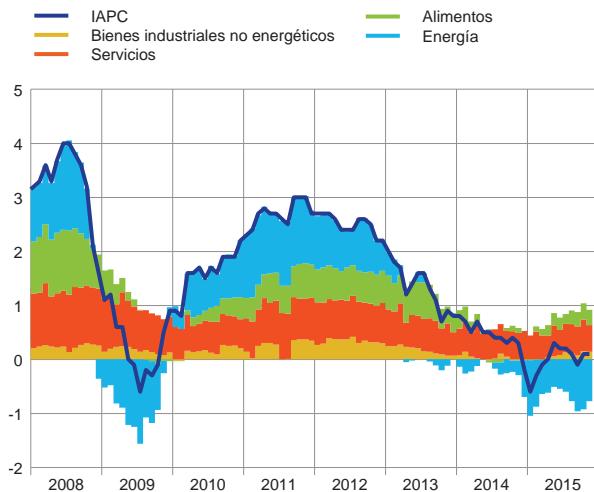
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2015.

**La inflación general medida por el IAPC ha sido muy baja o negativa durante todo el año, reflejando el desplome de los precios del petróleo a finales de 2014.** El perfil de la evolución de los precios del crudo hizo que la inflación medida por el IAPC se situara en niveles negativos en dos ocasiones, a principios de 2015 y de nuevo en el otoño. En los dos últimos meses ha retornado a valores ligeramente positivos. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC fue del 0,1% en noviembre, sin variación con respecto a octubre y superior a la tasa del -0,1% de septiembre (véase gráfico 20).

## Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## La evolución de los precios de la energía ha

**moderado la inflación.** La caída que han vuelto a experimentar los precios del petróleo desde junio se ha traducido en un descenso continuado de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La contribución de la energía al IAPC ha sido considerablemente negativa durante todo 2015 (véase gráfico 21). No obstante, en octubre y noviembre, las acusadas disminuciones intermensuales registradas doce meses antes se excluyeron del cálculo de la tasa interanual y generaron efectos de base al alza que compensaron con creces el nuevo retroceso de los precios de la energía. A menos que los precios del petróleo sigan reduciéndose de manera significativa, es muy probable que los efectos de base también provoquen un nuevo y sustancial aumento de la tasa de variación de los precios de la energía en los próximos meses (véase recuadro 3).

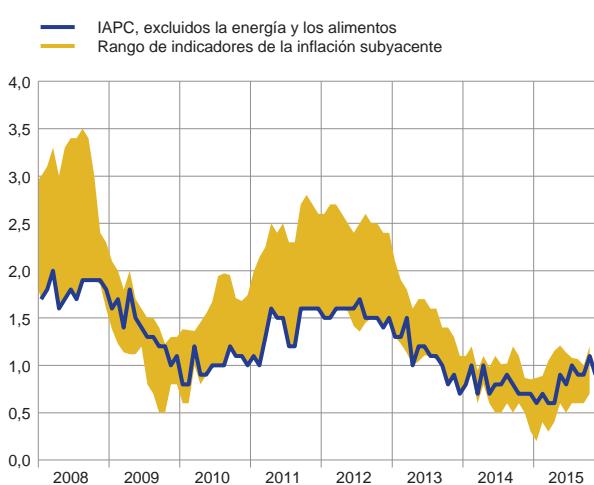
## La tasa de variación de los precios de los alimentos ha seguido una tendencia

**al alza desde principios de 2015.** Más recientemente, el principal factor impulsor del repunte ha sido la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados, que se incrementó 4 puntos porcentuales entre enero y octubre.

## Gráfico 22

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Es posible que el acusado avance observado hasta octubre refleje el impacto de unas temperaturas inusualmente altas durante el verano sobre los precios de las frutas y hortalizas. En noviembre, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados descendió ligeramente, aunque se mantuvo en niveles elevados. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados permaneció prácticamente estable, viéndose moderada por el descenso de los precios de los productos lácteos.

## La inflación subyacente se ha estabilizado tras el repunte registrado anteriormente con respecto al mínimo de principios de 2015.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9% en noviembre, después de oscilar en torno a ese nivel sin mostrar una tendencia clara desde agosto de 2015. Otros indicadores de la inflación subyacente<sup>1</sup> se han mantenido relativamente

<sup>1</sup> En el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», Boletín Económico, número 5, BCE, julio de 2015, se presentó un amplio conjunto de indicadores de la inflación subyacente.

estables durante los últimos meses (véase gráfico 22). Al valorar los datos más recientes de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha de tener presente que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos también pueden estar sujetas a una volatilidad elevada de un mes a otro, debido, por ejemplo, a la dinámica de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes o de los artículos de vestir y calzado, que pueden ser muy volátiles. Cabe destacar que la evolución reciente de la inflación subyacente refleja los efectos al alza de la depreciación del tipo de cambio del euro en comparación con meses anteriores del año, así como cierto fortalecimiento de la demanda interna. Sin embargo, parte del debilitamiento de esta dinámica alcista podría atribuirse a los efectos indirectos de los descensos que recientemente han vuelto a experimentar los precios del petróleo.

### **Los precios de importación siguen siendo la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista.**

La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio lleva registrando un sólido crecimiento interanual desde principios de año, aunque el incremento de la tasa de variación interanual de los precios de importación experimentó un ligero descenso recientemente, reflejando ciertas presiones a la baja derivadas de la apreciación del euro entre mayo y finales de octubre de 2015 (véase gráfico 23).

En el ámbito interno, los indicadores de la existencia de presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo no energético siguen apuntando a una evolución moderada en todas las fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio de la zona del euro ha estado fluctuando en torno a niveles justo por encima de cero durante todo el año. La tasa de variación interanual del total de precios industriales, excluidas la energía y la construcción, también se ha reducido recientemente, debido fundamentalmente al descenso de los precios industriales de los bienes intermedios hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde marzo de 2014. Los datos procedentes de encuestas sobre los precios

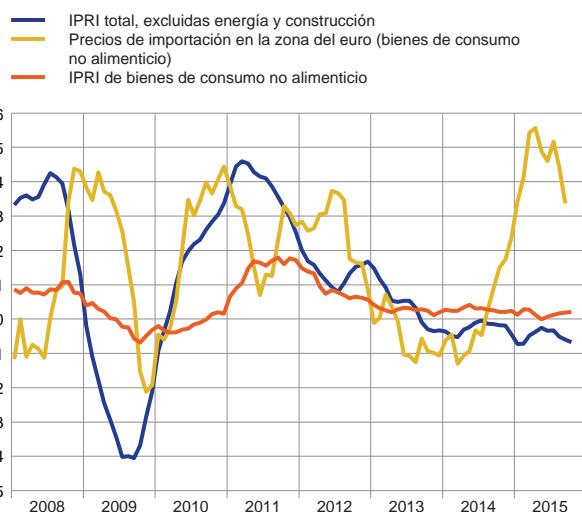
de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta noviembre, apuntan a que las moderadas presiones inflacionistas internas sobre los precios industriales continuarán. De cara al futuro, la depreciación del euro podría empezar a ejercer presiones al alza sobre los precios de importación y, en última instancia, sobre los precios industriales a partir de noviembre.

### **El crecimiento de los salarios ha continuado siendo contenido (véase gráfico 24).**

En los últimos trimestres, la recuperación del crecimiento de los salarios ha sido débil, lo que puede seguir reflejando el significativo grado de holgura de la economía

**Gráfico 23**  
Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



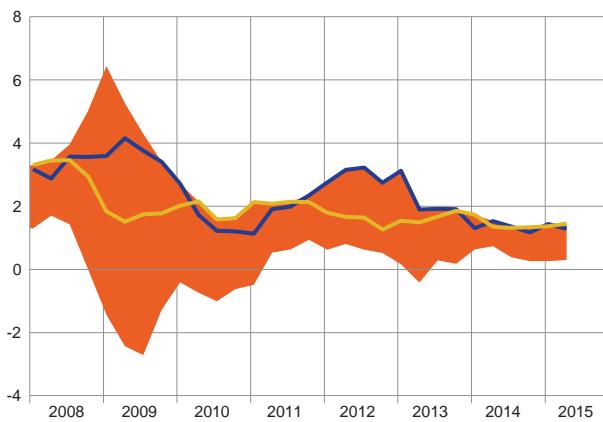
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2015 (IPRI) y septiembre de 2015 (precios de importación).

**Gráfico 24**  
Salarios nominales y otros indicadores de presiones internas sobre los costes

(tasas de variación interanual)

- Remuneración por hora
- Remuneración por asalariado
- Rango



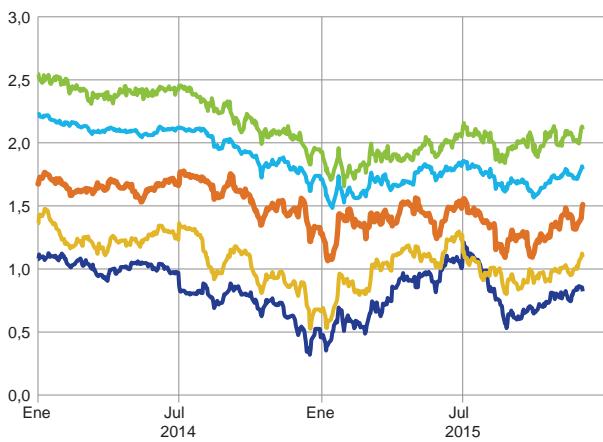
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2015.  
El rango incluye la remuneración nominal por hora, la remuneración nominal por asalariado, los costes laborales unitarios, el deflactor del PIB y el IPRI de los servicios.

**Gráfico 25**  
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa anual dentro de un año
- Tasa anual dentro de dos años
- Tasa anual dentro de cuatro años
- Tasa anual dentro de nueve años
- Tasa anual a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

y de los mercados de trabajo, y el hecho de que el poder adquisitivo real de los salarios es mayor cuando la inflación se sitúa en niveles más reducidos (véanse recuadros 4 y 5). En contraposición a los costes laborales, los márgenes de beneficio contribuyeron a la intensificación de las presiones internas sobre los costes en el primer semestre de 2015. A esta evolución pueden haber contribuido los moderados costes salariales y las mejoras observadas en la relación real de intercambio relacionadas con la evolución contenida de los precios de importación. En conjunto, el crecimiento del deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— se fortaleció en el segundo trimestre de 2015.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado desde octubre, mientras que los indicadores de opinión han permanecido prácticamente estables.** Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación experimentaron un descenso durante el verano, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años retrocedió hasta situarse en el 1,56% al final de septiembre (véase gráfico 25). Desde principios de octubre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han registrado un aumento significativo, también en respuesta a las expectativas de los mercados de relajación adicional de la política monetaria en la zona del euro. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó unos 25 puntos básicos desde finales de septiembre y a principios de diciembre se situó en torno al 1,8%. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo de mediados de octubre, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE y de *Consensus Economics Forecast*, se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses.

**De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro continúe aumentando (véase gráfico 20).** Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 0,1 % en 2015 y aumente hasta el 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017<sup>2</sup>. Se espera que la evolución de la inflación del componente energético del IAPC desempeñe un destacado papel en la configuración del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección (véase recuadro 3). Según las previsiones, los pronunciados efectos de base al alza que se registrarán a finales de este año y principios del siguiente, así como en el segundo semestre de 2016, junto con las subidas esperadas de los precios del petróleo (en consonancia con los precios de los futuros) hasta 2017, llevarán a un aumento sustancial de la inflación del componente energético del IAPC con respecto a las tasas negativas actuales. El incremento de la inflación también se verá respaldado por la recuperación gradual de la inflación subyacente, que refleja nuevas mejoras en la situación de los mercados de trabajo y en el poder de fijación de precios de las empresas a medida que la recuperación económica cobra impulso. Además, la prolongada transmisión del tipo de cambio a los precios de consumo también debería contribuir al avance de la inflación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

## 5 Dinero y crédito

*El crecimiento monetario continúa siendo sólido, mientras que el de los préstamos se está recuperando, aunque de forma gradual. Los bajos tipos de interés, los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) han contribuido a mejorar los indicadores monetarios y crediticios y a la transmisión de la política monetaria con carácter más general. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos, tras haber descendido durante varios años. Los bancos han ido trasladando paulatinamente la disminución de estos costes en forma de reducción de los tipos de interés de los préstamos. Las favorables condiciones de concesión del crédito han seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, al tiempo que la heterogeneidad entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se estabilizó en el tercer trimestre de 2015.*

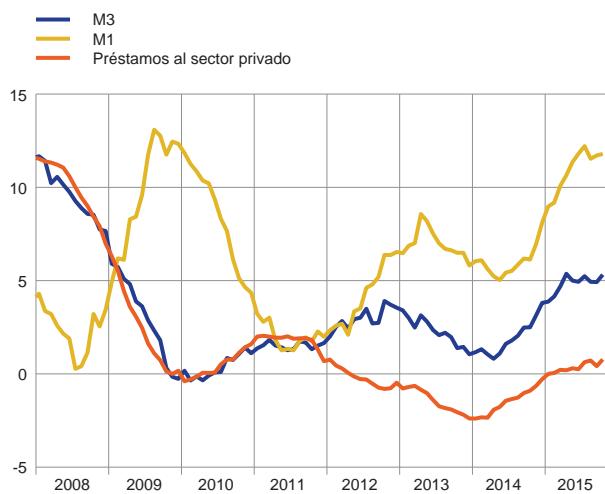
**Los datos monetarios más recientes confirman la solidez del crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,3 % en octubre

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

## Gráfico 26

### M3, M1 y préstamos al sector privado

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



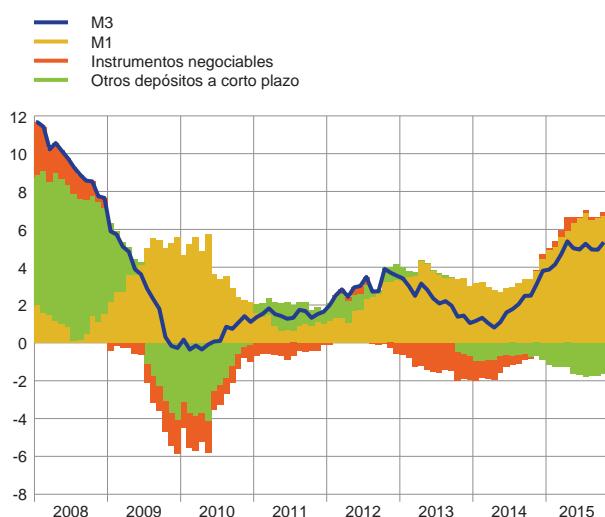
Fuente: BCE.

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

## Gráfico 27

### M3 y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

de 2015, frente al 5 % del tercer trimestre (véase gráfico 26). Este crecimiento de M3 siguió estando impulsado por el agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo elevada —en el 11,8 %— en octubre, sin variación con respecto al tercer trimestre. La evolución reciente del agregado monetario estrecho respalda las perspectivas de recuperación sostenida de la actividad económica.

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

M1 contribuyó significativamente al crecimiento de M3 en octubre, al igual que durante el tercer trimestre (véase gráfico 27). El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la inversión en depósitos a la vista incluidos en M3. Este avance de M1 refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con la venta de valores públicos, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero en el marco del APP. No obstante, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) han continuado disminuyendo y siguen siendo un lastre para el crecimiento de M3. Además, en octubre la contribución de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento interanual de M3 fue escasa, pero positiva. Ambas dinámicas son coherentes con los reducidos niveles de remuneración que se observan para los activos monetarios menos líquidos. La evolución de los instrumentos negociables refleja la recuperación que han registrado las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario desde mediados de 2014, que ha coincidido con el aumento de sus rentabilidades con respecto a otros activos a corto plazo con características similares.

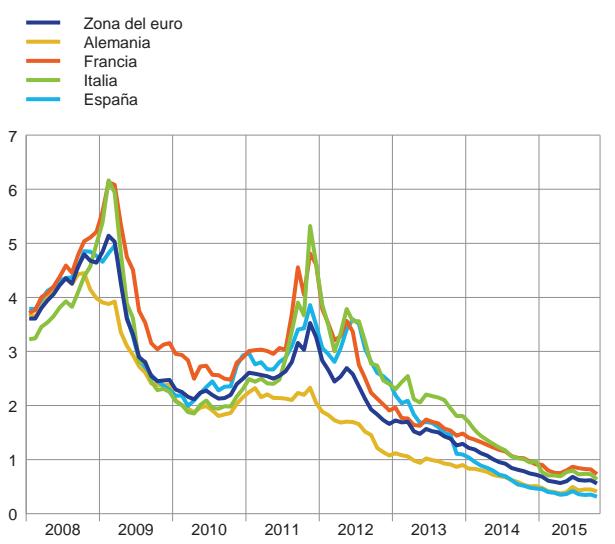
**Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor determinante del crecimiento del agregado monetario amplio.** Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, parece que la dinámica de M3 está determinada, principalmente, por la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y por la mayor contribución del crédito concedido por las IFM, factores ambos que están relacionados con las medidas de política monetaria del BCE. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

(excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa ( $-6,7\%$ ) en octubre, prácticamente sin cambios con respecto al tercer trimestre. La contracción de estos pasivos financieros obedece, en parte, al atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados, así como a las compras de activos realizadas en el marco del APP. El crédito concedido a las Administraciones Públicas aumentó de nuevo en octubre como consecuencia de las continuas compras de activos por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP) (y también del hecho de que el propio Eurosistema se incluye como IFM de la zona del euro). El Eurosistema adquirió un porcentaje significativo de estos activos a otras IFM, lo que representó una desviación del patrón observado hasta septiembre, cuando los no residentes eran los principales vendedores al Eurosistema. Además, la contribución del crédito al sector privado, que ha constituido el principal lastre del crecimiento monetario en los últimos años, volvió a incrementarse en octubre. La aportación interanual de los activos exteriores netos del sector de IFM al crecimiento de M3 siguió siendo negativa, ya que las salidas de capitales (incluidas las relacionadas con el PSPP) contrarrestaron el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro.

#### Gráfico 28

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

(coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; en porcentaje)



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

Notas: El coste agregado de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

entidades de crédito estén pasando a niveles negativos como consecuencia del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE.

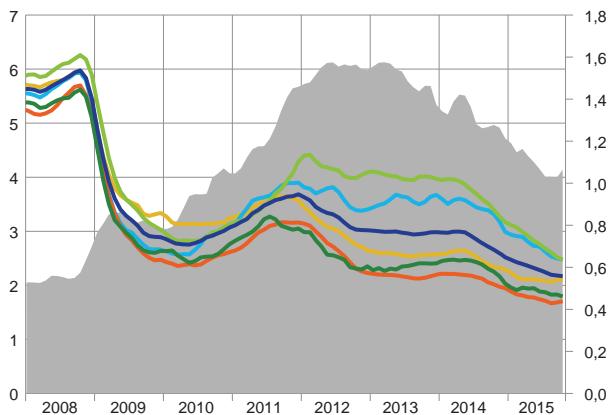
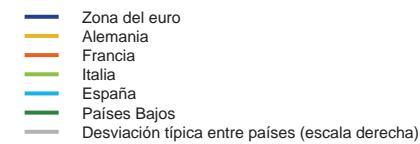
**Los tipos de interés del crédito bancario se stabilizaron en niveles reducidos en el tercer trimestre.** El coste nominal de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y de los hogares ha disminuido significativamente desde

#### Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantienen próximos a sus mínimos históricos.

**históricos.** El coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 28), en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. El paquete de medidas de expansión crediticia del BCE y el APP han contribuido significativamente a reducir los costes de financiación de las entidades bancarias. Tras el episodio de ajuste de los precios de mayo de 2015, estos costes se establecieron en mínimos históricos durante el tercer trimestre. En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2015, las entidades de crédito señalaron que el acceso a la financiación mediante los instrumentos de mercado principales había mejorado en el tercer trimestre, salvo en el caso de los depósitos minoristas, dado que se había producido un ligero deterioro de la financiación mediante este tipo de depósitos. Sin embargo, hasta el momento no existen claros indicios de que los costes de los depósitos de las

**Gráfico 29**  
Indicador sintético del coste de financiación  
de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

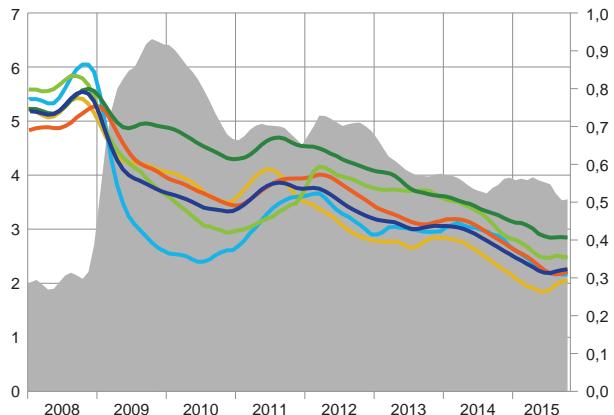
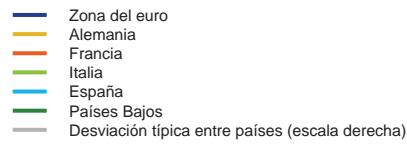


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 30**  
Indicador sintético del coste de financiación de los hogares  
para adquisición de vivienda

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

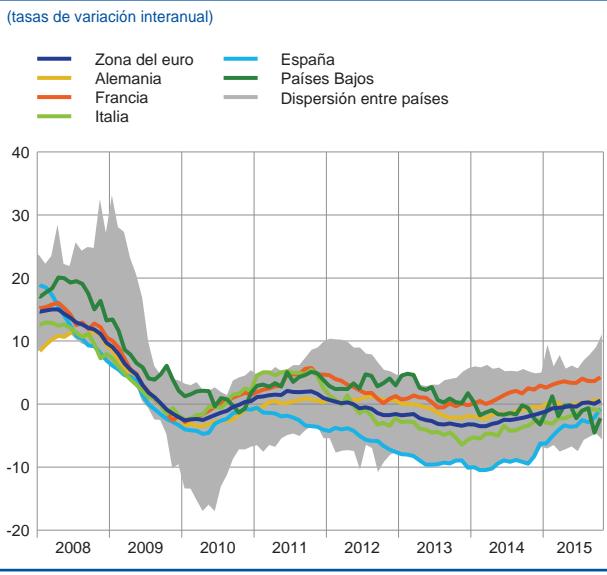
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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

mediados de 2014. Desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo la disminución de sus costes de financiación en forma de reducción de los tipos de interés de sus préstamos. En consecuencia, los costes de financiación agregados de las sociedades no financieras y de los hogares de la zona del euro han descendido 79 y 65 puntos básicos, respectivamente (véanse gráficos 29 y 30). Datos recientes correspondientes a septiembre y octubre sugieren que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios se han estabilizado en niveles bajos.

**La heterogeneidad entre países en los tipos de interés de los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse, pero sigue estando por encima del nivel anterior a la crisis.** A este respecto, el APP y el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas por el BCE han contribuido a estrechar significativamente la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro vulnerables, los tipos de interés de los préstamos bancarios han disminuido de forma especialmente acusada. Sin embargo, pese a alguna mejora alentadora en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de aprobación continúan variando entre países y sectores.

**El crecimiento de los préstamos al sector privado se va recuperando gradualmente, pero sigue siendo débil.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado siguió incrementándose en el tercer trimestre

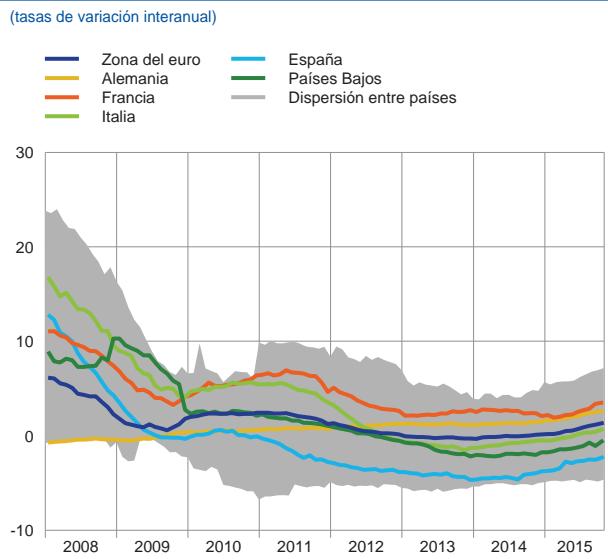
**Gráfico 31**  
Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras  
en algunos países de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

**Gráfico 32**  
Préstamos de las IFM a los hogares en algunos países  
de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

y en octubre (véase gráfico 26), y se observaron mejoras paulatinas en la dinámica crediticia tanto de las empresas como de los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se ha ido recuperando gradualmente desde principios de 2015, situándose en el 0,6% en octubre (véase gráfico 31). Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) repuntó en el tercer trimestre y en octubre (véase gráfico 32). Como se ha indicado anteriormente, estas tendencias se han visto favorecidas por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario en toda la zona del euro desde el verano de 2014, así como por la mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Pese a esta evolución positiva, la atonía del crecimiento económico, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las condiciones relativamente restrictivas de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito en algunas partes de la zona del euro.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras se estabilizó en el tercer trimestre, tras el fortalecimiento adicional registrado en el primer semestre del año.** En el tercer trimestre, la financiación externa de las sociedades no financieras se situó en niveles similares a los observados en la primera mitad de 2012 —o en 2004, antes del inicio del período de fuerte crecimiento del crédito—. La recuperación observada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el hecho de que el coste de los valores de renta

fija se haya mantenido en un nivel muy bajo. Al mismo tiempo, en el tercer trimestre, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose hasta situarse en máximos históricos, lo que guarda relación con posibles nuevos aumentos de los beneficios no distribuidos, con los bajos costes de oportunidad y con los episodios de incertidumbre en los mercados financieros.

**Los datos mensuales 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 recuperarse temporalmente en julio.** Es probable que esta evolución se deba a los recientes aumentos del coste de la financiación mediante valores de renta fija, y quizás también al incremento adicional de los beneficios no distribuidos (que reducirían la necesidad de financiación externa de las sociedades no financieras). Esta reciente disminución de la emisión de valores representativos de deuda se produjo tras la fuerte actividad emisora de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares observada en el primer trimestre del año, a raíz de la puesta en marcha del PSPP. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se moderó de forma significativa en agosto y en septiembre, tras la solidez mostrada en los meses anteriores.

**Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras descendió en octubre y en noviembre, tras incrementarse en el tercer trimestre.** Este descenso fue atribuible principalmente a la recuperación de las cotizaciones bursátiles —que redujo el coste de financiación mediante acciones— y, en menor medida, a la moderación del coste de financiación mediante deuda. En octubre y noviembre, el coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras se situó, en promedio, en torno a 20 y 55 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados en febrero, mes en que registraron mínimos históricos.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*Se prevé que el saldo presupuestario de la zona del euro mejore solo ligeramente, como consecuencia de una evolución cíclica favorable y de los reducidos pagos por intereses. Al mismo tiempo, se espera que la política fiscal se torne expansiva en 2016 y sea prácticamente neutral en 2017, debido fundamentalmente a los recortes de impuestos aprobados en varios países para estimular el crecimiento y el empleo, así como al impacto de la afluencia de refugiados en algunos países. De cara al futuro, muchos países necesitarán realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la elevada ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.*

**Se espera que, en promedio, el déficit presupuestario de la zona del euro mejore solo ligeramente durante los dos próximos años.** Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos

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

(porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Ingresos totales	46,1	46,6	46,8	46,5	46,1	45,8
b. Gastos totales	49,7	49,6	49,4	48,5	48,1	47,7
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
d. Gasto primario (b – c)	46,7	46,8	46,7	46,1	45,8	45,5
Saldo presupuestario (a – b)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8
Saldo presupuestario primario (a – d)	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,3
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,5	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,9
Saldo estructural	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9
Deuda bruta	89,3	91,1	92,1	91,1	90,1	88,9
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,7	1,9

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

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

del Eurosistema para la zona del euro, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona se reducirá desde el 2% del PIB en 2015 hasta el 1,8% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). Para el final del horizonte de proyección es probable que casi todos los países de la zona del euro registren déficits presupuestarios inferiores al valor de referencia del 3% del PIB. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2015, las perspectivas de déficit global para los dos próximos años prácticamente no han variado, pese al tono algo más expansivo que adoptará la política fiscal a partir de 2016.

**La reducción prevista del déficit estará impulsada principalmente por una evolución cíclica favorable y por unos gastos por intereses más reducidos.**

En algunos países, la desaparición del efecto de factores transitorios en 2015, relacionados, entre otras cosas, con las medidas de apoyo al sector financiero, también contribuirán a la mejora presupuestaria prevista. Estos factores que reducen el déficit se ven compensados, en cierta medida, con paquetes de medidas de estímulo fiscal, entre las que se incluyen sustanciales recortes impositivos en 2016 aprobados en varios países con el fin de promover el crecimiento económico y el empleo. Por ejemplo, en los Países Bajos, el Gobierno tiene previsto introducir medidas de estímulo que incluyen rebajas de los impuestos directos que recaen sobre los hogares. En Italia, el Gobierno suprimirá el impuesto sobre las viviendas en régimen de propiedad a partir de 2016, reducirá el impuesto sobre sociedades y, temporalmente, las cotizaciones sociales, medidas que se compensarán, en parte, con la disminución del consumo público. En España se están introduciendo recortes significativos de los impuestos sobre la renta y sobre sociedades en el período 2015-2016. Austria también planea reducir los impuestos directos que pagan los hogares a partir de 2016, tras la aprobación de una reforma tributaria que también contempla aumentos del IVA. Del mismo modo, en Bélgica, el Gobierno aplicará recortes del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales a partir de 2016 que, no obstante, quedarán sobradamente compensados con medidas de consolidación consistentes en reducciones del gasto y en una subida de los impuestos indirectos. En Irlanda, se espera que las medidas fiscales de carácter

expansivo incluidas en el proyecto de plan presupuestario para 2016 conduzcan a una menor reducción del déficit en un entorno macroeconómico sólido.

**Se espera que la afluencia de refugiados afecte a la situación de las finanzas públicas de algunos países.** Se prevé que los costes presupuestarios inmediatos derivados de la afluencia de refugiados sean apreciables en los países más afectados, mientras que es probable que el impacto sea reducido en otros países de la zona del euro que los refugiados están atravesando para llegar a su destino final. Los costes fiscales son resultado, principalmente, de las transferencias de efectivo a los refugiados y del gasto en consumo público, que incluye un aumento de los costes salariales y de vivienda. Algunos países han publicado estimaciones de los costes potenciales asociados a estas circunstancias en el contexto de los proyectos de planes presupuestarios para 2016, pero son proclives a una elevada incertidumbre. Para 2016, estos costes oscilan desde el 0,35 % del PIB en Austria, hasta el 0,2 % en Italia y Alemania, y el 0,1 % en Bélgica y Eslovenia<sup>1</sup>.

**A tenor de las previsiones, la mejora del saldo estructural se paralizará.**

Se prevé que la orientación de la política fiscal en la zona del euro, medida por la variación del saldo ajustado de ciclo excluido el apoyo al sector financiero, sea más expansiva en 2016, antes de pasar a ser prácticamente neutral en 2017. Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit estructural de la zona del euro se incrementará 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,9 % del PIB en 2016, como consecuencia de los recortes impositivos y de las cotizaciones sociales en varios países, así como del gasto relacionado con la afluencia de refugiados, y se mantendrá en este nivel en 2017. Las previsiones también apuntan a una orientación menos restrictiva en 2016 en comparación con las proyecciones de septiembre de 2015, en las que se esperaba que el tono de la política fiscal fuera prácticamente neutral.

**La ratio media de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se encuentra en una senda descendente, aunque se mantiene en un nivel elevado.** Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda desde el nivel máximo del 92,1 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 88,9 % del PIB al final de 2017. La reducción proyectada de la deuda de las Administraciones Públicas, ligeramente superior a la prevista en las proyecciones de septiembre de 2015, está respaldada por una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, así como de los superávits primarios. Además, los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de privatizaciones y del uso de las reservas de efectivo, también contribuirán a las mejores perspectivas de deuda. Sin embargo, en algunos países es probable que la deuda siga incrementándose durante el horizonte de proyección. Como los niveles de deuda siguen siendo elevados en

<sup>1</sup> Véase también el recuadro «El impacto del flujo de refugiados en la economía de la zona del euro», en el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015».

muchos países de la zona del euro, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. La contención de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda es fundamental en vista de los importantes retos a largo plazo que plantean el envejecimiento de la población y los crecientes costes de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración.

**Se espera que la insuficiencia de los esfuerzos estructurales que señalan las proyecciones aumente la brecha con respecto a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).** Aunque los Gobiernos deben valorar detenidamente la orientación de su política fiscal para alcanzar un equilibrio adecuado entre la necesidad de reducir los elevados niveles de deuda y de no perjudicar la recuperación, es imprescindible asegurar el cumplimiento de las exigencias del PEC. No obstante, los proyectos de planes presupuestarios para 2016 publicados el 18 de noviembre apuntan a que el ajuste estructural previsto será insuficiente en muchos países de la zona del euro. Es fundamental que los mecanismos de alerta temprana y los instrumentos correctores introducidos en el marco presupuestario reforzado se apliquen plenamente y de manera coherente (véase recuadro 7). En particular, los países que registran altos niveles de deuda deberían realizar progresos hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo.

**La disciplina presupuestaria debería complementarse con reformas estructurales que promuevan el crecimiento.** Es necesario introducir reformas estructurales profundas en los mercados de trabajo y de productos para mejorar las perspectivas de crecimiento potencial de las economías de la zona del euro y contribuir a la reducción de los niveles de deuda. Además, en muchos países de la zona existe la necesidad de que su sistema impositivo potencie más el crecimiento. Por ejemplo, la reducción de la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo puede tener efectos positivos en el crecimiento y en el empleo, especialmente a corto plazo. Sin embargo, esto no puede reemplazar por completo a la necesidad de acometer las reformas estructurales en los mercados de trabajo. El llamamiento para reducir la presión fiscal sobre las rentas del trabajo y reformar el mercado laboral ha sido un elemento habitual de las recomendaciones específicas para cada país de la Comisión Europea, pero los avances en este sentido han sido bastante limitados hasta ahora.