

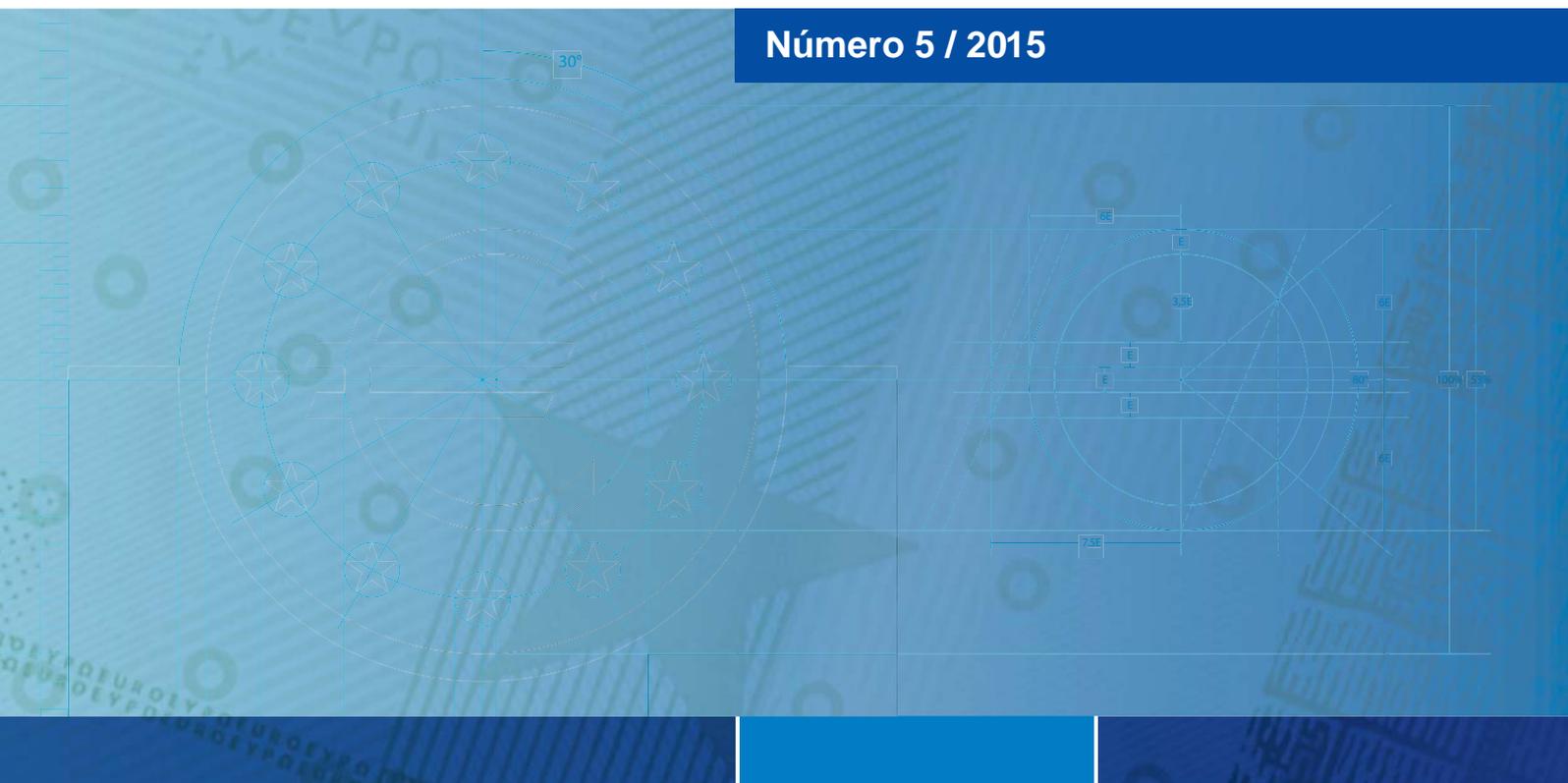


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 5 / 2015



# Índice

## Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

|                        |    |
|------------------------|----|
| Resumen                | 3  |
| 1 Entorno exterior     | 5  |
| 2 Evolución financiera | 7  |
| 3 Actividad económica  | 10 |
| 4 Precios y costes     | 12 |
| 5 Dinero y crédito     | 14 |

## Recuadros

|   |    |
|---|----|
| 1 Causas de la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes                                 | 19 |
| 2 ¿Predice la confianza de los consumidores la evolución del consumo privado?                             | 23 |
| 3 Evolución reciente del comercio exterior de la zona del euro: el papel de las economías emergentes      | 26 |
| 4 ¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?  | 29 |
| 5 El impacto de los tipos de interés a corto plazo negativos en el sector de fondos del mercado monetario | 34 |

## Artículo

|   |    |
|---|----|
| Convergencia real en la zona del euro: evidencia, teoría e implicaciones para las políticas | 39 |
|---|----|

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Se espera que, tras haber perdido algo de impulso a principios de 2015, la economía mundial retome su senda de moderada recuperación, con diferencias notables entre regiones. En Estados Unidos y el Reino Unido existen indicios de un repunte de la actividad, mientras que en Japón los indicadores disponibles señalan unas perspectivas de crecimiento más ligero, tras la fuerza del primer trimestre. En China, los datos recientes indican una reactivación de la expansión económica en el segundo trimestre, aunque la caída de las cotizaciones ha incrementado la incertidumbre. El impulso del comercio mundial continúa siendo débil, debido principalmente a la caída del comercio en las economías emergentes. La inflación mundial se mantiene baja, contenida por los descensos previos del precio de la energía.

La evolución reciente de los mercados financieros de la zona del euro ha estado marcada por un incremento de la volatilidad, debido sobre todo a la mayor incertidumbre en torno a las negociaciones entre Grecia y sus acreedores oficiales. Aunque los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado, con carácter general, desde principios de junio, en las últimas semanas se han registrado algunas oscilaciones pronunciadas. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro permanecieron, en conjunto, prácticamente sin variación en niveles más elevados que los mínimos históricos registrados recientemente, a mediados de abril. Los diferenciales con respecto al rendimiento del bono alemán se redujeron en Italia, España y Portugal, y se mantuvieron básicamente estables, en conjunto, en el resto de los países de la zona del euro, salvo Grecia. El tipo de cambio del euro se depreció en términos efectivos.

Se ha confirmado que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,4 % en el primer trimestre de 2015. El crecimiento estuvo impulsado por la demanda interna, que se apoyó en las sólidas aportaciones del consumo privado y, ahora, también de la inversión. Los últimos datos de las encuestas, disponibles hasta junio, siguen siendo coherentes con un mantenimiento de la tendencia de crecimiento moderado en el segundo trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación de la economía continúe generalizándose. La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable en las condiciones de financiación, así como por los progresos logrados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían seguir reforzando la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales, favoreciendo, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de las mejoras de la competitividad-precio.

La inflación tocó fondo a principios de año y ha vuelto a valores positivos en los últimos meses. La inflación interanual medida por el IAPC experimentó un ligero descenso en junio, hasta el 0,2%, frente al 0,3% registrado en mayo. Sobre la base de la información disponible y de los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que continúe siendo reducida en los próximos meses y aumente hacia finales de año, debido en parte a efectos de base asociados a la caída que experimentaron los precios del petróleo a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, el impacto de la depreciación del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años.

El crecimiento de los agregados monetarios estrecho y amplio continuó siendo sólido. En un entorno de bajos tipos de interés, el cambio de composición de las carteras está impulsando el crecimiento de M3, y la contribución de los depósitos a la vista a este crecimiento sigue siendo considerable. La dinámica crediticia ha seguido mejorando, aunque se mantiene débil, en especial en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. Los tipos de interés del crédito bancario volvieron a disminuir, y la encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro apunta a nuevas mejoras de las condiciones de concesión y de la demanda de crédito. Asimismo, la fragmentación de la demanda de crédito entre países se redujo y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico ayudaron a mejorar las condiciones de oferta de crédito. En general, las medidas de política monetaria que ha puesto en marcha el BCE desde junio de 2014 están contribuyendo claramente a la mejora tanto de las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, como de los flujos de crédito en toda la zona del euro.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), el Consejo de Gobierno, en su reunión del 16 de julio de 2015, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, los programas de compras de activos siguen progresando satisfactoriamente. El Consejo de Gobierno también reafirmó su valoración previa de que existe la necesidad de mantener una orientación firme de la política monetaria, en la que la plena aplicación de todas las medidas de política monetaria prestará el apoyo necesario a la economía de la zona del euro y se traducirá en un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de la situación de los mercados financieros, así como de las posibles implicaciones para la orientación de la política monetaria y para las perspectivas de estabilidad de precios. Si algún factor condujera a un endurecimiento injustificado de la política monetaria, o si las perspectivas de estabilidad de precios fueran a verse alteradas significativamente, el Consejo de Gobierno utilizaría todos los instrumentos dentro de su mandato para responder a tal situación.

## 1 Entorno exterior

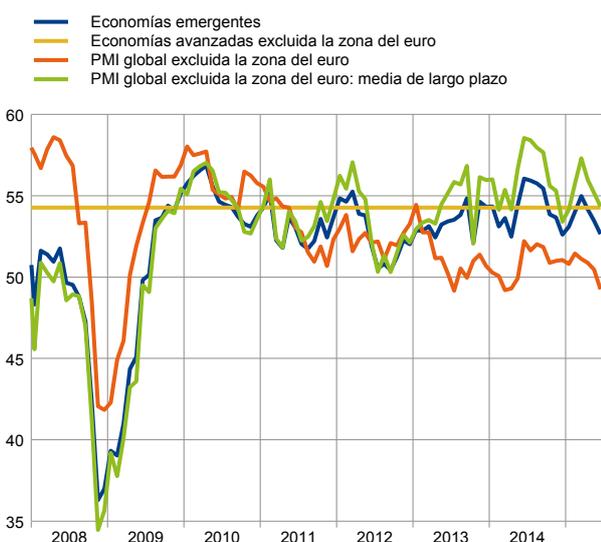
### Tras la desaceleración del ritmo de expansión observada a principios de 2015, se espera que la economía mundial retome su senda de moderada recuperación.

Las encuestas más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento sostenido en el segundo trimestre de 2015. El índice PMI global compuesto de producción, excluida la zona del euro, registró una ligera caída en junio (véase gráfico 1), situándose por debajo de la media de largo plazo. En tasa trimestral, el índice registró un descenso moderado en el segundo semestre de 2015 en comparación con el trimestre anterior. El crecimiento trimestral del producto siguió siendo sólido en las economías avanzadas, en particular en Estados Unidos y el Reino Unido. Los PMI de las economías emergentes continuaron afectando al índice global, reflejando la desaceleración en curso del crecimiento en estas economías, debido tanto a factores cíclicos como estructurales (véase recuadro 1). Al mismo tiempo, otros indicadores de corto plazo sugieren cierta capacidad de resistencia de la actividad mundial. El Índice de clima económico mundial del Ifo volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2015 y los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE también sugieren un ritmo de crecimiento sostenido en general.

**El ritmo de crecimiento del comercio mundial sigue siendo lento, pero los indicadores PMI más recientes de nuevos pedidos exteriores sugieren que podría haberse alcanzado un mínimo.** Las importaciones mundiales de bienes en términos reales se redujeron un 1,1 % en abril de 2015 en tasa intertrimestral, algo menos que en marzo (véase gráfico 2). La divergencia observada en la actividad

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

(índice de difusión)

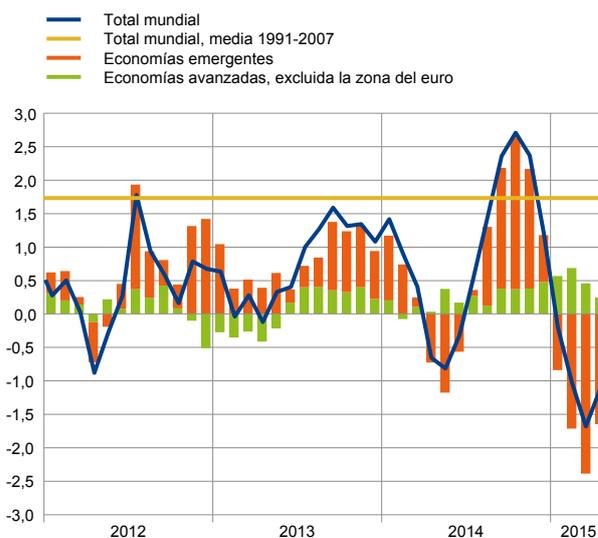


Fuentes: Markit y BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a junio de 2015. «PMI global excluida la zona del euro: media de largo plazo» se refiere al período transcurrido a partir de 1999. Economías emergentes: Brasil, China, India y Rusia. Economías avanzadas: Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

**Gráfico 2**  
Crecimiento de las importaciones de bienes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

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

entre las economías avanzadas y las emergentes se refleja en la evolución del comercio con la reciente debilidad del ritmo causada por el descenso de las importaciones reales en las economías emergentes, especialmente de Asia. Aunque el ritmo de crecimiento del comercio también ha experimentado una ligera desaceleración en las economías avanzadas, ha seguido siendo sólido en general.

**La inflación general a nivel mundial sigue siendo reducida, contenida por los efectos de base de los anteriores descensos de los precios de la energía.**

La inflación interanual en la OCDE aumentó ligeramente en mayo, hasta el 0,6%, impulsada por un descenso interanual de los precios de la energía más lento que en el mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en los países de la OCDE siguió siendo reducida y se mantuvo estable en el 1,6%. La evolución de la inflación medida por los precios de consumo en los principales países no pertenecientes a la OCDE presenta considerables divergencias, con un nuevo incremento interanual en Brasil y sendos descensos en Rusia (partiendo de niveles elevados), China e India.

**La actividad en Estados Unidos muestra indicios de un repunte, tras el estancamiento observado a comienzos de 2015.**

El descenso del PIB real (de un -0,04% en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2015 resultó menor de lo estimado con anterioridad. Esa desaceleración transitoria tuvo su origen, principalmente, en las frías temperaturas, en las alteraciones portuarias causadas por los conflictos laborales, en el impacto de una apreciación anterior del dólar estadounidense y en una acusada caída de la inversión en el sector de la energía. Los indicadores recientes son coherentes con un repunte del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. En particular, el reciente aumento de la confianza de los consumidores es un buen augurio para una recuperación del crecimiento del gasto en consumo, en la medida en que los hogares podrían comenzar a gastar cada vez más los ingresos extraordinarios derivados de los anteriores descensos de los precios del petróleo. El ritmo subyacente del mercado de trabajo también sigue siendo robusto, como se refleja en la sólida creación de empleo registrada en junio. Al mismo tiempo, la inflación siguió siendo reducida, como consecuencia de las anteriores caídas de los precios del petróleo y de la apreciación del dólar estadounidense. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en mayo tras registrar, durante cuatro meses, valores de cero o negativos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se redujo ligeramente, reflejando los descensos de la inflación de los precios tanto de los bienes como de los servicios.

**Los indicadores disponibles sugieren un nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento en Japón, tras el fuerte repunte observado a comienzos del año, mientras que la inflación sigue siendo reducida.**

El crecimiento del PIB se afianzó en el primer trimestre de 2015, con un incremento intertrimestral del 1%, respaldado principalmente por un repunte de la inversión privada y una importante contribución de la variación de existencias. Los indicadores de corto plazo correspondientes a mayo fueron más bien desfavorables, mostrando caídas tanto de la producción industrial como de las exportaciones reales, mientras que el

crecimiento del consumo real fue más débil que en el primer trimestre. Al mismo tiempo, la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a junio indica una mejora de la confianza empresarial, tanto en las empresas manufactureras como en las no manufactureras en comparación con marzo. Las tasas de inflación interanual, medida por el IPC, siguieron siendo bajas, situándose la inflación general en el 0,5% en mayo y la inflación excluidos la energía y los alimentos en el 0,4%. Por lo que respecta a las políticas económicas, el Banco de Japón anunció un «Nuevo marco para las reuniones sobre política monetaria» (que entrará en vigor a partir de enero de 2016) encaminado a aumentar la transparencia.

### **El crecimiento económico experimentó una desaceleración en el Reino Unido a comienzos de 2015 y se prevé un repunte en el segundo trimestre del año.**

El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta situarse en el 0,4% en el primer trimestre, frente al 0,8% del cuarto trimestre de 2014, principalmente como resultado de una acusada caída de la contribución de la demanda exterior neta. No obstante, la demanda interna siguió respaldando el crecimiento. El índice PMI compuesto y los datos de producción industrial sugieren que el crecimiento debería registrar una aceleración en el segundo trimestre del año. La tasa de desempleo se incrementó hasta el 5,6% en los tres meses transcurridos hasta mayo de 2015, mientras que el crecimiento de los salarios experimentó una aceleración. La inflación interanual medida por el IPC continúa situándose en torno a su mínimo histórico debido a los reducidos precios de la energía y los alimentos.

### **En China, tras una desaceleración del ritmo de expansión a comienzos del año, repuntó el crecimiento del PIB real, pero la reciente corrección del mercado bursátil ha hecho que aumente la incertidumbre.**

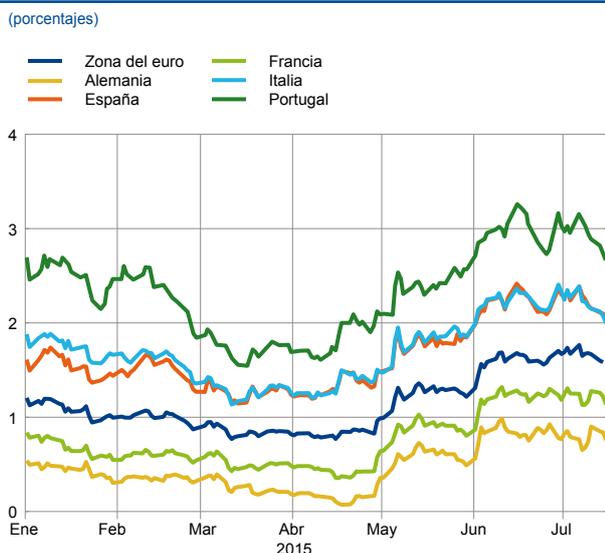
Tras un crecimiento contenido del 1,4% en tasa intertrimestral en el primer trimestre de este año, el PIB real experimentó un repunte hasta el 1,7% en el segundo trimestre, respaldado por las recientes medidas monetarias de estímulo fiscal. Al mismo tiempo, persisten algunos puntos débiles en la medida en que la inversión en vivienda sigue siendo poco dinámica y se mantiene la debilidad de las importaciones. La incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera de China ha aumentado ligeramente tras la acusada corrección de los mercados de renta variable observada el mes pasado, que siguió a los incrementos muy rápidos de los meses anteriores.

## **2 Evolución financiera**

### **En general, entre principios de junio y mediados de julio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron básicamente sin variación, situándose, en promedio, unos 75 puntos básicos por encima de los mínimos históricos registrados en torno a mediados de abril.**

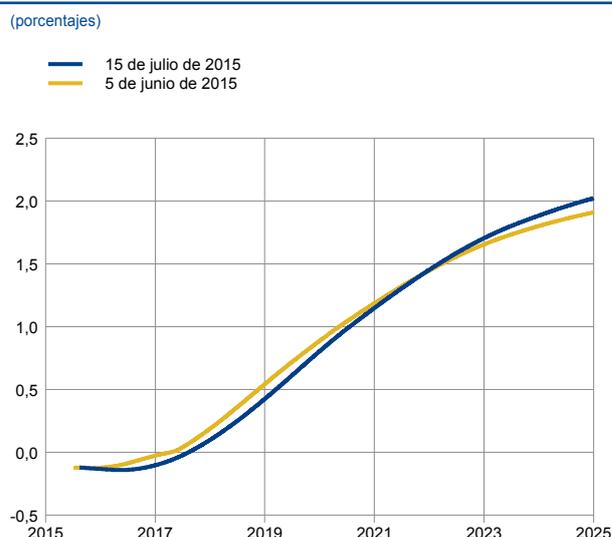
Entre principios de junio y mediados de julio, la evolución de los tipos de interés fue bastante desigual. A principios de junio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se incrementaron sustancialmente (véase gráfico 3). El incremento registrado en este período puede haber estado asociado a

**Gráfico 3**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años  
en algunos países de la zona del euro



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

un ligero aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, entre otros factores. La evolución adversa de la liquidez en los mercados de deuda soberana también estuvo relacionada, según parece, con el incremento de los rendimientos en este período. En promedio, los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro se redujeron hasta alrededor del 1 % entre el 10 de junio y mediados de julio, observándose algunas fluctuaciones más pronunciadas en momentos de mayor preocupación de los mercados acerca del resultado del referéndum en Grecia. Los diferenciales con respecto al bono alemán se redujeron en Italia, España y Portugal, y se mantuvieron básicamente estables, en conjunto, en el resto de los países de la zona del euro, salvo Grecia. En los plazos más cortos de la curva de rendimientos, un número elevado de países de la zona continuaron registrando rendimientos negativos, y en algunos casos se redujeron aún más, lo que llevó a un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos de la deuda soberana en esos países.

**Entre principios de junio y mediados de julio, los tipos *forward* del eonia aumentaron para los vencimientos a más de seis años.** Durante ese período, el eonia se situó en –12 puntos básicos, en promedio, y se mantuvo dentro de una banda estrecha en torno a ese valor. Para los vencimientos inferiores a seis años, los tipos *forward* del eonia volvieron a reducirse durante el período de referencia, pero se incrementaron en todos los plazos, 11 puntos básicos en el caso de los vencimientos a diez años, de modo que la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó (véase gráfico 4). Aunque el eonia se mantuvo estable entre el 5 de junio y el 15 de julio, el exceso de liquidez se elevó de 115 mm de euros a 429 mm de euros. Este aumento se debió a las adquisiciones efectuadas en el contexto del programa ampliado de compra de activos, así como a la adjudicación

de 74 mm de euros en la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) el 18 de junio, ligeramente por encima de las expectativas de los mercados. Al final del segundo trimestre, el 30 de junio de 2015, el eonia se incrementó 6 puntos básicos, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez al final del trimestre. Este incremento fue equivalente solo a la mitad del registrado al final del trimestre anterior, y refleja el aumento del exceso de liquidez observado desde entonces.

**Entre el 5 de junio y el 15 de julio, los mercados de renta variable europeos registraron subidas, en general, y el índice Euro Stoxx amplio avanzó casi un 3%.** La tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se concentró principalmente entre el 5 y el 26 de junio. En ese período, el índice Euro Stoxx se incrementó alrededor del 3%, mientras que las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, experimentó un alza de algo más de 0,5 puntos porcentuales. En este período, los incrementos observados en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro fueron mayores en el sector financiero que en la industria. Por el contrario, fundamentalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno al resultado del referéndum en Grecia, los precios de las acciones descendieron considerablemente en la zona del euro a finales de junio y en la primera semana de julio, aproximadamente el 8,5% y el 7%, en los sectores financiero y no financiero, respectivamente. En ese mismo período, las cotizaciones también retrocedieron en Estados Unidos, aunque mucho menos, aproximadamente el 1% en ambos sectores. Las caídas de los precios de las acciones en ese período fueron acompañadas de un aumento de la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los índices bursátiles, de unos 6 puntos porcentuales en las dos áreas económicas. Las tensiones disminuyeron tras el referéndum de Grecia, lo que hizo que la volatilidad implícita de los mercados de renta variable cayera hasta situarse por debajo de los niveles de principios de junio en las dos áreas económicas, y los índices bursátiles retrocedieron hasta los máximos relativos registrados a finales de junio.

**El euro se depreció en términos efectivos como consecuencia de los acontecimientos en Grecia y del consiguiente aumento de la incertidumbre.** Tras un período de fortalecimiento generalizado entre mediados de abril y principios de junio, el tipo de cambio del euro se mantuvo prácticamente estable hasta finales de junio. Posteriormente, la moneda única se depreció en términos efectivos, en un contexto de aumento de la incertidumbre provocado por los acontecimientos en Grecia. En total, ponderado por el comercio, el tipo de cambio del euro se depreció un 1,5% entre el 5 de junio y el 15 de julio. En términos bilaterales, la moneda única retrocedió un 1,9% frente al dólar estadounidense en ese mismo período, y también se depreció frente a la libra esterlina, el yen japonés, el franco suizo y las monedas de economías emergentes. En cambio, el euro se apreció frente a la mayor parte de las monedas de los países de Europa Central y Oriental, así como frente a las monedas de países exportadores de materias primas. En vista del aumento de la incertidumbre y de la preocupación acerca del fortalecimiento de la corona sueca, a principios de julio, el Sveriges Riksbank decidió tomar nuevas medidas de relajación de la política monetaria.

### 3 Actividad económica

**La recuperación de la zona del euro sigue por buen camino.** Los datos más recientes muestran que el PIB real se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestral,

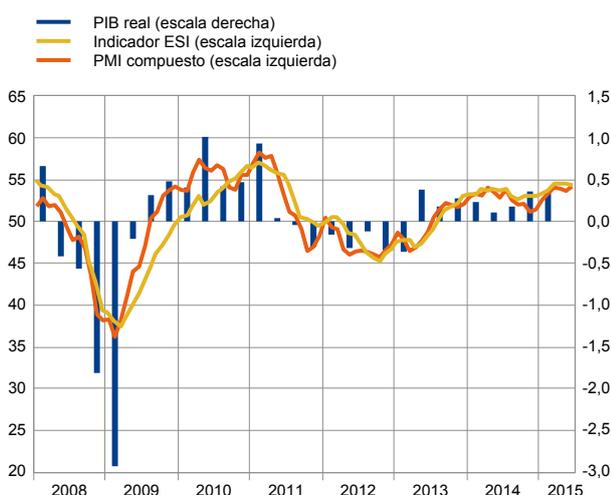
en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico 5).

La demanda interna continuó siendo el principal factor impulsor del avance del producto. Aunque el crecimiento se ha visto respaldado principalmente por el consumo privado en los últimos trimestres, actualmente se observan algunas señales alentadoras de que la inversión privada también se está recuperando. Al mismo tiempo, la evolución de las existencias representó una pequeña contribución positiva al crecimiento en el primer trimestre, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa, ya que el crecimiento de las importaciones superó al de las exportaciones. En el primer trimestre de este año, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situó un 2,1 % por encima del mínimo del primer trimestre de 2013, pero un 1,5 % por debajo del mínimo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008.

#### Gráfico 5

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

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

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

**En general, los datos más recientes son acordes con la continuación de la expansión económica en el segundo trimestre de este año.** La producción

industrial, excluida la construcción, se redujo un 0,4 %,

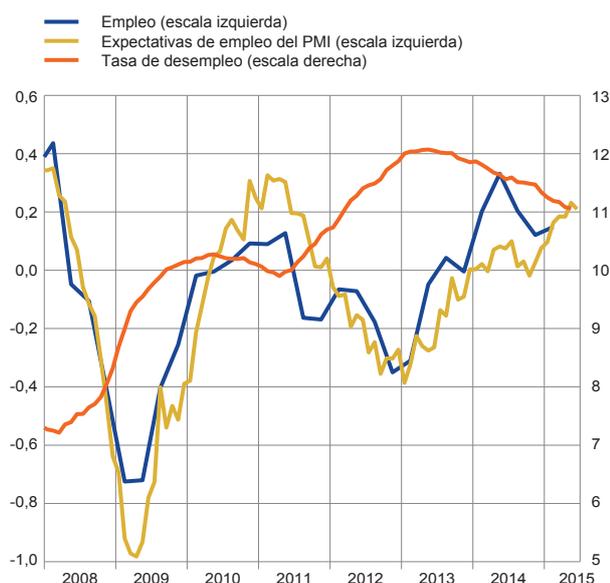
en términos intermensuales, en mayo de 2015. En consecuencia, en los dos primeros meses del segundo trimestre, la producción se situó un 0,2 % por debajo del nivel medio del primer trimestre. Sin embargo, en abril, la producción de la construcción se situó un 0,2 % por encima del nivel registrado en el primer trimestre. Además, la evolución reciente de la producción de bienes de equipo apunta a un nuevo incremento de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre, mientras que la evolución del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles es acorde con el sostenido y pronunciado aumento del consumo privado. Al mismo tiempo, los datos de comercio correspondientes a abril apuntan a la continuación del crecimiento de las exportaciones, aunque a un ritmo más moderado si se compara con meses anteriores. Aunque la contribución de las economías emergentes al crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro ha disminuido, las exportaciones de la zona se están viendo respaldadas actualmente por la vigorosa demanda de Estados Unidos y de otras economías avanzadas (véase recuadro 3). En general, esta evolución es acorde con las expectativas de generalización de la recuperación en el próximo período.

**Indicadores de opinión más recientes, que cubren todo el segundo trimestre, confirman que las tasas de crecimiento interanual básicamente no se**

**modificaron en el corto plazo.** El índice PMI compuesto de producción y el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea mejoraron en el segundo trimestre de este año (véase gráfico 5). En junio, ambos indicadores se situaron por encima de sus respectivas medias de largo plazo (véase recuadro 2). Además, según la última encuesta sobre préstamos bancarios, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas continuaron relajándose en el segundo trimestre de 2015, aunque a un ritmo más lento, respaldando con ello la recuperación del crecimiento de los préstamos y de las actividades de inversión. Los datos procedentes de encuestas sobre la evolución de las exportaciones, disponibles hasta junio, son acordes con los datos cualitativos sobre comercio, e indican un crecimiento sostenido de las exportaciones en el segundo trimestre. Con todo, el ligero descenso observado en los resultados del índice PMI de nuevos pedidos exteriores apunta a una evolución más moderada de las exportaciones en el próximo período.

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y BCE.

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

### Los mercados de trabajo están mejorando

**gradualmente.** El empleo volvió a aumentar un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2015 (véase gráfico 6). En consecuencia, el empleo se situó un 0,8 % por encima del nivel registrado un año antes, constituyendo el mayor incremento interanual observado desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, se redujo de nuevo en el segundo trimestre de 2015 y se situó en el 11,1 % en mayo. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas apuntan a que los mercados de trabajo mejorarán a un ritmo algo más rápido en el próximo período.

**Si se considera más allá del corto plazo, la reciente caída de los precios del petróleo debería respaldar el crecimiento económico, en particular la demanda interna, a través de aumentos de la renta real disponible de los hogares y de los beneficios empresariales.** La demanda interna debería verse también favorecida por las medidas de política monetaria del BCE y por su impacto favorable en

las condiciones de financiación, así como por los progresos logrados en el ámbito de la consolidación fiscal y las reformas estructurales. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación mundial y de las mejoras en la competitividad-precio. No obstante, la desaceleración que actualmente están experimentando las economías emergentes sigue lastrando las perspectivas mundiales, mientras que es probable que el crecimiento económico de la zona del euro siga viéndose frenado por los ajustes de los balances necesarios en algunos sectores y por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>) muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior. Al mismo tiempo, las expectativas relativas al desempleo se han revisado ligeramente a la baja.

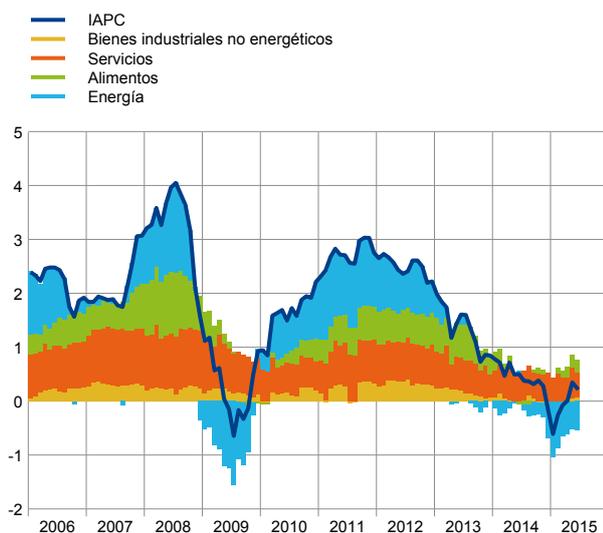
## 4 Precios y costes

**La inflación general de la zona del euro se ha estabilizado en niveles positivos y bajos.** Según Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se redujo ligeramente, hasta el 0,2%, en junio de 2015, frente al 0,3% de

### Gráfico 7

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

(tasa de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

mayo (véase gráfico 7), debido fundamentalmente a efectos de calendario de carácter temporal en el componente de servicios, que impulsaron la inflación al alza en mayo y la comprimieron en junio. Esta evolución se refleja asimismo en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que retrocedió ligeramente, hasta el 0,8%, en junio, desde el 0,9% de mayo.

**Analizando más allá de las variaciones en meses concretos, se observa que la inflación subyacente ha aumentado más recientemente.** Sin embargo,

todavía existe cierta incertidumbre en cuanto a si el alza de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (una medida de la inflación subyacente), con respecto a su mínimo histórico del 0,6% de abril supone un punto de inflexión, ya que oculta factores de carácter más persistente y temporal (véase también el recuadro 4). Algunos factores, como los efectos indirectos de los descensos de los precios del petróleo, continúan ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación subyacente medida por el IAPC.

Sin embargo, cuando desaparezcan estos efectos retardados, la transmisión de la depreciación del euro desde mayo de 2014 a los precios de consumo de los bienes no energéticos debería proporcionar una base más sólida para la recuperación de la inflación subyacente.

**La transmisión de la depreciación del euro a los precios de consumo se confirma con el fuerte crecimiento de los precios de importación, aunque las presiones latentes internas sobre los precios continúan siendo débiles.** Mientras que el crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y de los bienes intermedios fue relativamente acusado en mayo, con tasas del 4,8% y del 3%, respectivamente, los precios industriales de las ventas interiores todavía disminuían. La caída que registraron los precios del petróleo y de

las materias primas no energéticas en junio sugiere que habrá nuevas presiones a la baja sobre los precios industriales en los sectores de bienes intermedios en los próximos meses. En las últimas fases de la cadena de producción y de precios, los precios industriales todavía no habían repuntado en mayo, situándose la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio en el 0,0% y la de los precios de consumo de los alimentos, en el -1,4%. En cambio, los indicadores de opinión apuntan a algunas presiones inflacionistas latentes al final de la cadena de precios. Según los datos procedentes de la encuesta PMI a los directores de compras, los precios de los bienes intermedios del sector minorista no alimentario se incrementaron por cuarto mes consecutivo.

**Los últimos datos sobre costes laborales y márgenes sugieren que las presiones inflacionistas internas se han estabilizado por el momento.**

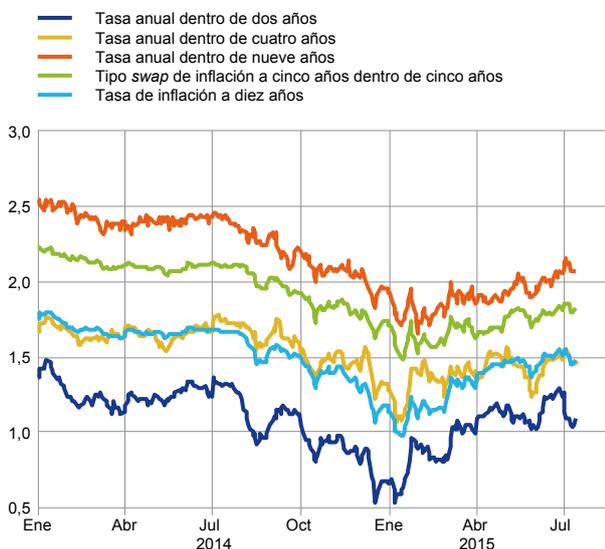
El crecimiento interanual de los salarios en la zona del euro registró un aumento entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015, pasando del 1,3% al 1,5%, en términos de remuneración por asalariado, y del 1,1% al 1,6%, en términos de horas trabajadas. Por tanto, se produjo una convergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el crecimiento de los salarios negociados, lo que implica que el impacto de los componentes de la deriva salarial, como las primas, fue escaso. La información sectorial muestra que el incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue atribuible a una mayor contribución del sector servicios, que compensó con creces la menor aportación del sector industrial. Dado que la productividad avanzó a un ritmo más intenso que la remuneración por asalariado, el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2015. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios (medido en términos de excedente bruto de explotación) cobró fuerza, reflejo del impacto de la continua mejora del crecimiento del PIB real y de la recuperación de la tasa de crecimiento de los beneficios por unidad de producto (una medida del margen). Como consecuencia de la evolución de los costes laborales y de los márgenes, el crecimiento interanual del deflactor del PIB —que es un indicador de las presiones inflacionistas internas— aumentó levemente en el primer trimestre de 2015.

**Sobre la base de la información disponible y los precios de los futuros del petróleo vigentes, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC continúe siendo reducida en los próximos meses y aumente solo a finales de año, debido, entre otros factores, a efectos de base asociados a la caída que experimentaron los precios del petróleo a finales de 2014.** Se espera que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las expectativas de recuperación económica, el impacto de la depreciación del tipo de cambio del euro y el supuesto incorporado en los mercados de futuros de un ligero incremento de los precios del petróleo en los próximos años.

**Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro son acordes con el objetivo del BCE de estabilidad de precios.** Los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2015 (la más

**Gráfico 8**  
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al 14 de julio de 2015.

reciente) implican que los expertos han revisado al alza sus expectativas de inflación a corto plazo para 2015 y 2016, incrementándolas en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,2% y el 1,3%, respectivamente, pero han mantenido sin variación sus expectativas para 2017, en el 1,6% (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Las expectativas de inflación a más largo plazo, a cinco años vista, volvieron a subir, situándose en el 1,9%. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación, medidas por los tipos swap de inflación, habían aumentado inicialmente en junio para los plazos a entre dos y diez años vista (véase gráfico 8). Sin embargo, a finales de junio y en la primera mitad de julio, disminuyeron por debajo de los valores registrados desde principios de junio. Entre tanto, el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,82% a mediados de julio, 5 puntos básicos por encima del nivel de comienzos de junio.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento monetario continúa siendo sólido.** Después de registrar un acusado aumento del 5,3% en abril, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5% en mayo (véase gráfico 9). El crecimiento de M3 sigue estando impulsado por la vigorosa evolución de M1, cuya tasa de crecimiento interanual repuntó de nuevo en mayo, hasta situarse en el 11,2%, en comparación con el 10,5% de abril. El robusto crecimiento de los depósitos a la vista puede explicarse por los reducidos costes de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos. En general, el sólido crecimiento interanual de M1 es acorde con la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

**La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 fue considerable.** La remuneración generalmente baja de los activos monetarios y una curva de rendimientos plana están animando a los sectores tenedores de dinero a colocar sus fondos en depósitos a la vista dentro de M3. En cambio, como muestran datos recientes, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista están disminuyendo. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, continuó siendo positiva y se situó en el 5%. Esto refleja la recuperación de los flujos de participaciones en fondos del mercado monetario que lleva observándose desde mediados de 2014 y que ha coincidido con una mejora de su rentabilidad en comparación con otros activos a corto plazo con características similares (véase recuadro 5). Además, el crecimiento de los valores representativos de deuda hasta

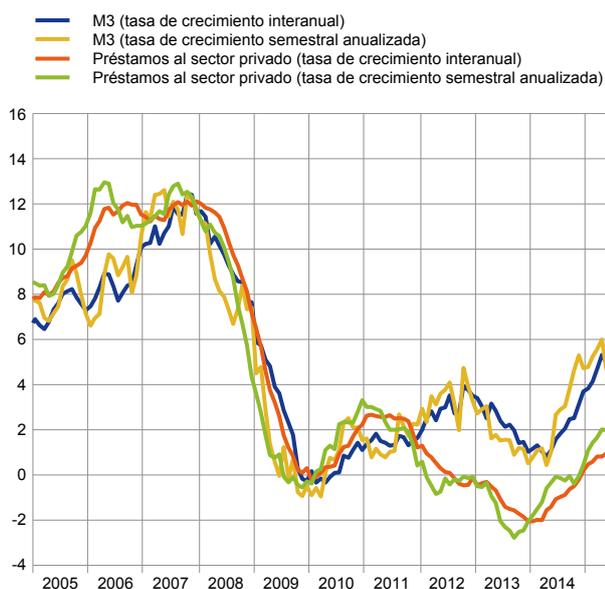
dos años emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y mantenidos por el sector tenedor de dinero se ha acelerado desde principios de 2015.

### Los cambios de composición de las carteras están impulsando el crecimiento del agregado monetario amplio.

El análisis de las contrapartidas de M3 muestra que su evolución ha estado determinada, fundamentalmente, por el alejamiento de los pasivos financieros a más largo plazo y, en menor medida, por un descenso de los flujos de entrada en los activos exteriores netos de las IFM, que no obstante siguieron siendo positivos. Por otra parte, la contribución al crecimiento de M3 del crédito otorgado al sector privado fue positiva, después de haber sido el principal lastre para el crecimiento monetario en años anteriores. La contracción interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero cobró nuevo impulso y se situó en el  $-6,8\%$  en mayo (en comparación con el  $-5,7\%$  del primer trimestre de 2015). Su considerable contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil plano de la curva de rendimientos y, en parte, la sustitución por parte de las IFM de valores representativos de deuda a más largo plazo por los fondos obtenidos en las TLTRO. El respaldo al crecimiento interanual de M3 procedente de los activos exteriores netos ha seguido disminuyendo. En comparación con el máximo de mediados de 2014, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo de nuevo en mayo, aunque continúa siendo positiva, sustentada en el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción refleja fundamentalmente las crecientes salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro, como consecuencia de las adquisiciones efectuadas en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), que ha favorecido las reestructuraciones de cartera hacia instrumentos de inversión de fuera de la zona del euro.

**Gráfico 9**  
M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

### La dinámica crediticia ha mejorado, aunque se mantiene débil, en particular en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras.

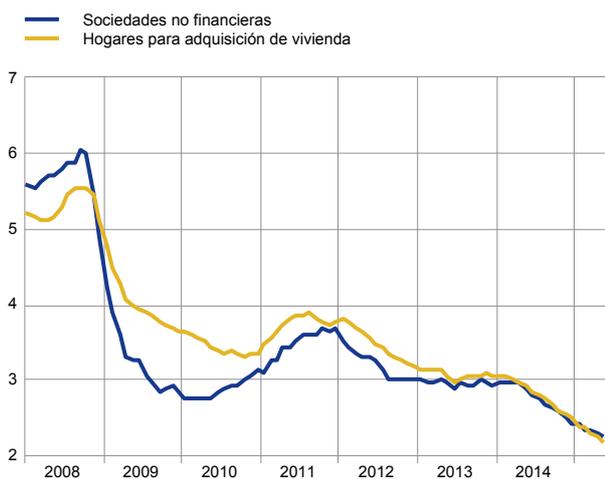
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó ligeramente en mayo y se situó en el  $1\%$  (véase gráfico 9). La mejora gradual del crédito fue perceptible tanto para los hogares como para las empresas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó levemente en mayo, hasta el  $1,4\%$ , superando así la tasa media del  $0,5\%$  observada desde el verano de 2012. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustado de ventas y titulizaciones) por las IFM se elevó de nuevo, situándose en el  $0,1\%$  en mayo (frente al mínimo del  $-3,2\%$  de febrero de 2014). Pese a estas tendencias positivas, el saneamiento de los balances de las

entidades de crédito y las necesidades adicionales de desapalancamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía frenan el crecimiento del crédito.

### Gráfico 10

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

**Los tipos de interés del crédito bancario descendieron de nuevo, pese a la corrección registrada en los mercados de renta fija en mayo (véase gráfico 10).**

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, unos balances reforzados y una menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a la reducción de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a mínimos históricos. Por ejemplo, el coste de la financiación mediante depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se situó en el 0,48 % en mayo. El recurso a la financiación en los mercados se moderó ese mes. La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las IFM siguió siendo negativa, mientras que la actual contracción de los balances y el fortalecimiento de la base de capital de las entidades de crédito, así como las TLTRO, están reduciendo la necesidad de que las entidades recurran a la financiación mediante la

emisión de estos valores. Desde que se anunciara el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos al crédito bancario. Los tipos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguieron descendiendo en mayo (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron hasta el 2,24 %, frente al 2,79 % de junio de 2014). Además, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una disminución en mayo (los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 2,18 %, en comparación con el 2,87 % de junio de 2014). El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente en mayo, después de estabilizarse en niveles históricamente bajos. Tanto el coste de las acciones como el coste de la financiación mediante deuda se incrementaron en mayo y junio, en este último caso a raíz del ajuste de los precios en el mercado de deuda pública (véase sección 2).

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2015 señala nuevas mejoras en las condiciones de los préstamos y créditos** (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de

aprobación de todas las categorías de préstamos (a las sociedades no financieras y a los hogares en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito al consumo) en el segundo trimestre de 2015. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, los criterios de aprobación siguen siendo restrictivos. La relajación neta en el caso de las sociedades no financieras estuvo impulsada por el aumento de las presiones de la competencia entre entidades de crédito, así como por la disminución del coste de la financiación bancaria y la mejora de la situación de los balances de las IFM. Además, la encuesta apunta a una recuperación de la demanda de todas las categorías de préstamo. En este contexto, el bajo nivel general de los tipos de interés fue un importante factor impulsor de la demanda de préstamos, aunque la inversión en capital fijo también contribuyó al aumento de la demanda de préstamos a las sociedades no financieras.



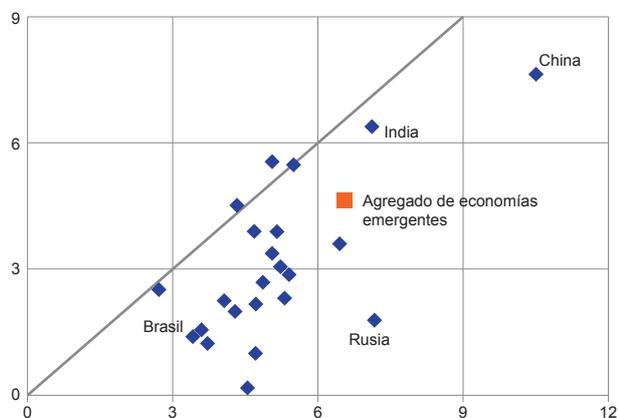
# Recuadro 1

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

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuente: Haver Analytics.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Recuadro 2

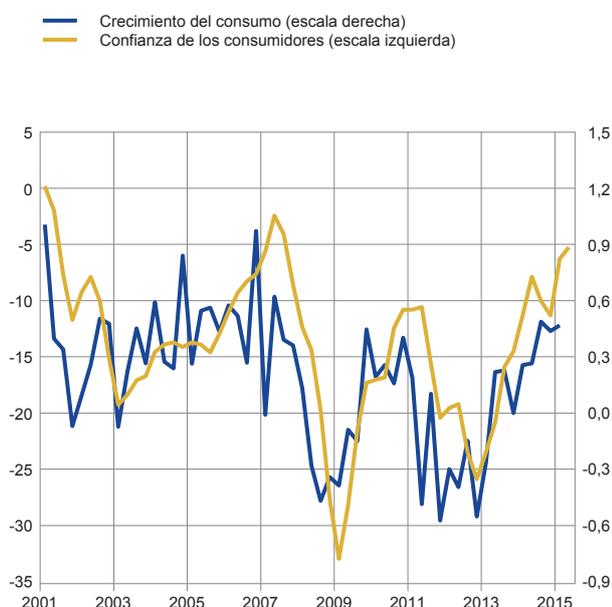
### ¿Predice la confianza de los consumidores la evolución del consumo privado?

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

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

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

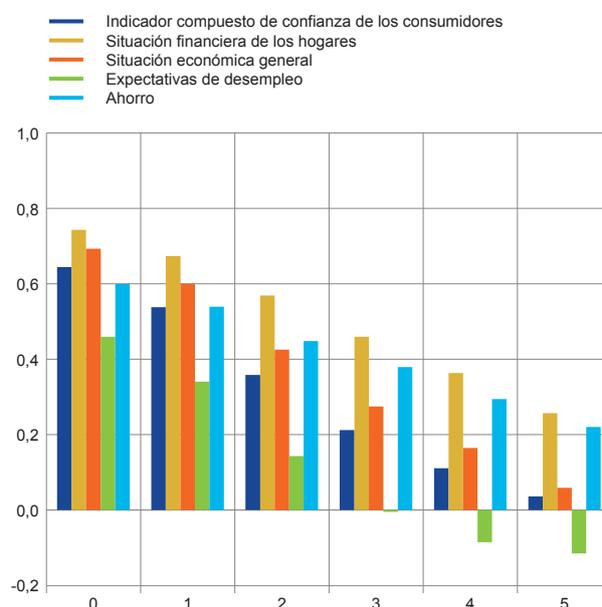
(tasas de variación intertrimestral; saldo de respuestas)



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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Recuadro 3

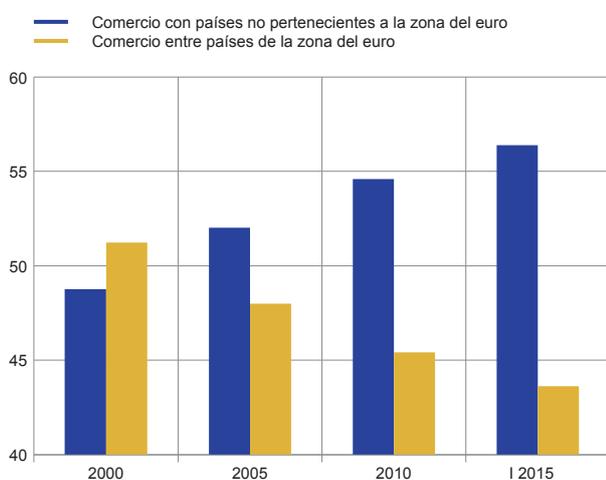
### Evolución reciente del comercio exterior de la zona del euro: el papel de las economías emergentes

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

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

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

(porcentaje del comercio total de la zona del euro)

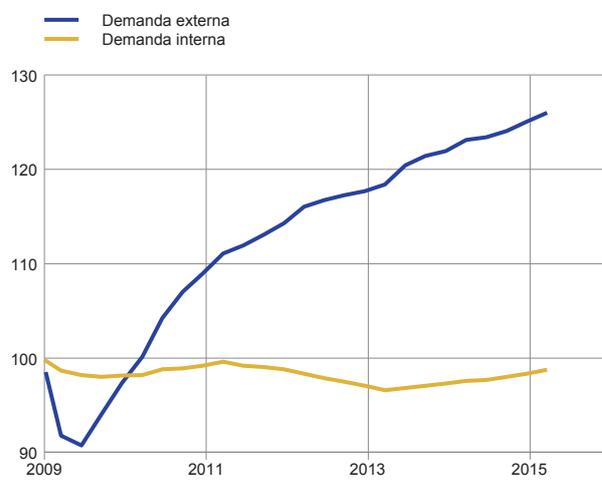


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico B**  
Demanda externa e interna

(Índice: IV 2008 = 100)

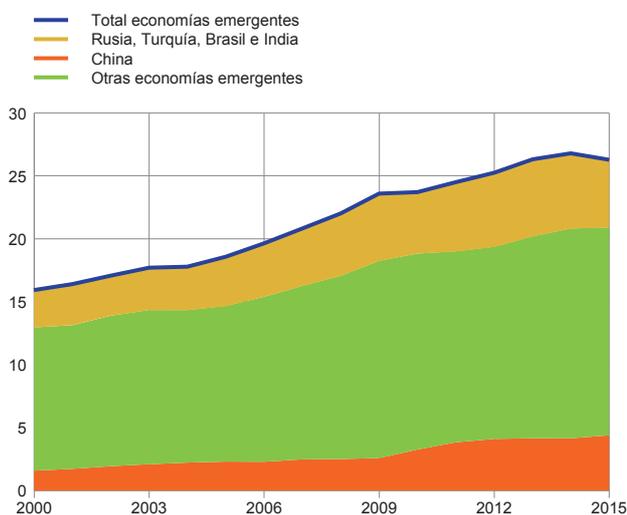


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### Gráfico C Exportaciones a economías emergentes

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



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

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

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

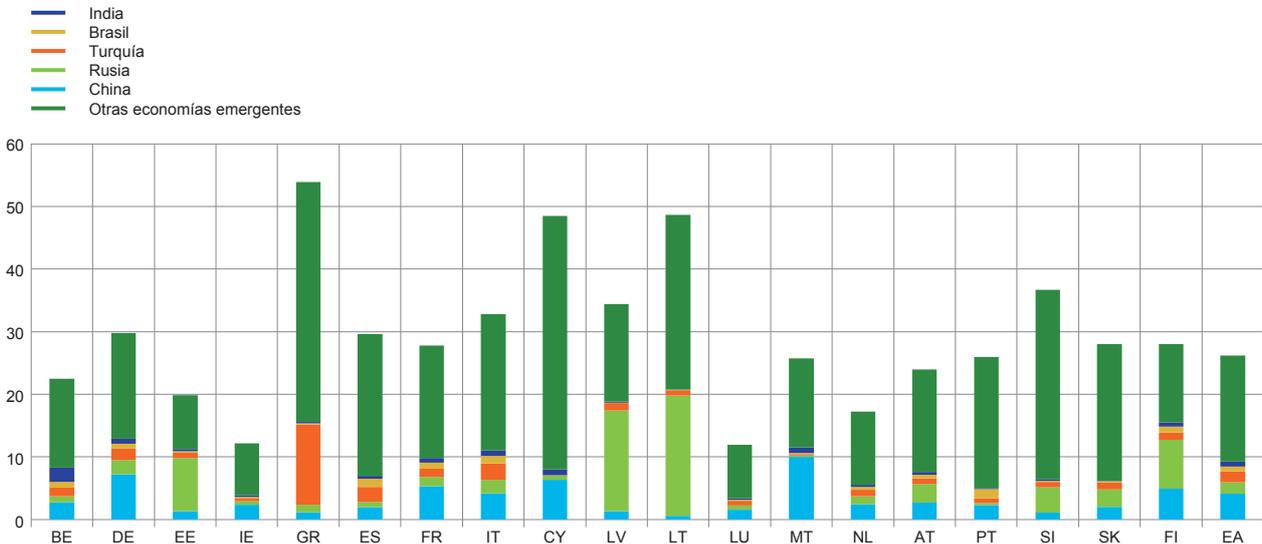
### El porcentaje de exportaciones de la zona del euro a los cinco principales socios comerciales del grupo

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

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

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

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



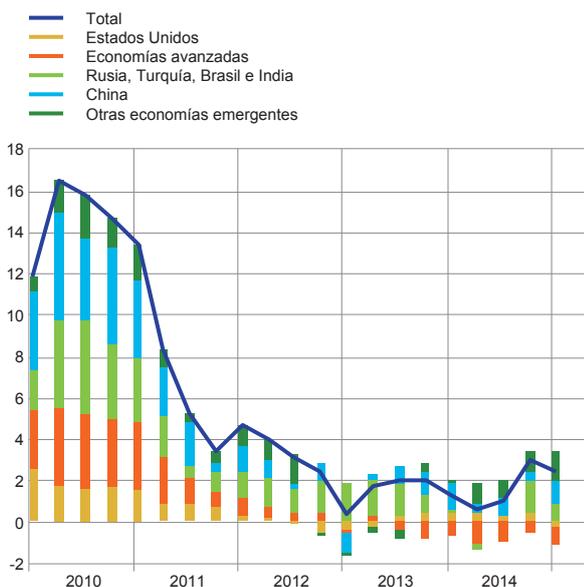
Fuentes: Fondo Monetario Internacional (Direction of Trade Statistics) y cálculos del BCE.

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

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

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

(crecimiento interanual; contribuciones al crecimiento en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

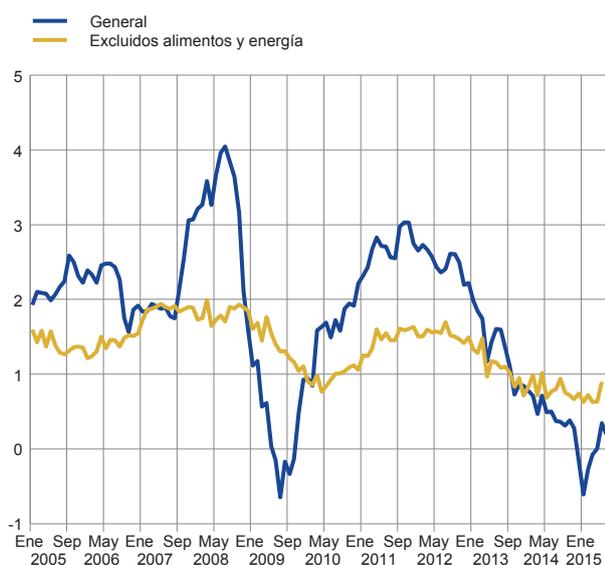
**Habida cuenta de la desaceleración registrada en las economías emergentes, la zona del euro tendrá que confiar en las economías avanzadas para impulsar el crecimiento de las exportaciones en el corto plazo.**

## Recuadro 4

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

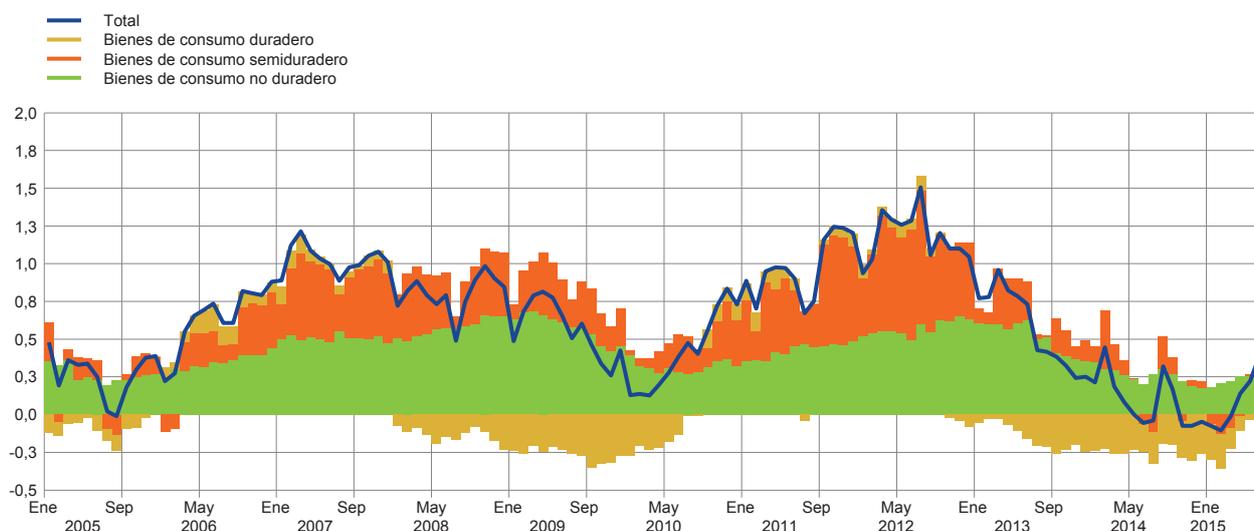
<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, «Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, Frankfurt am Main, junio de 2010.

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

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

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

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

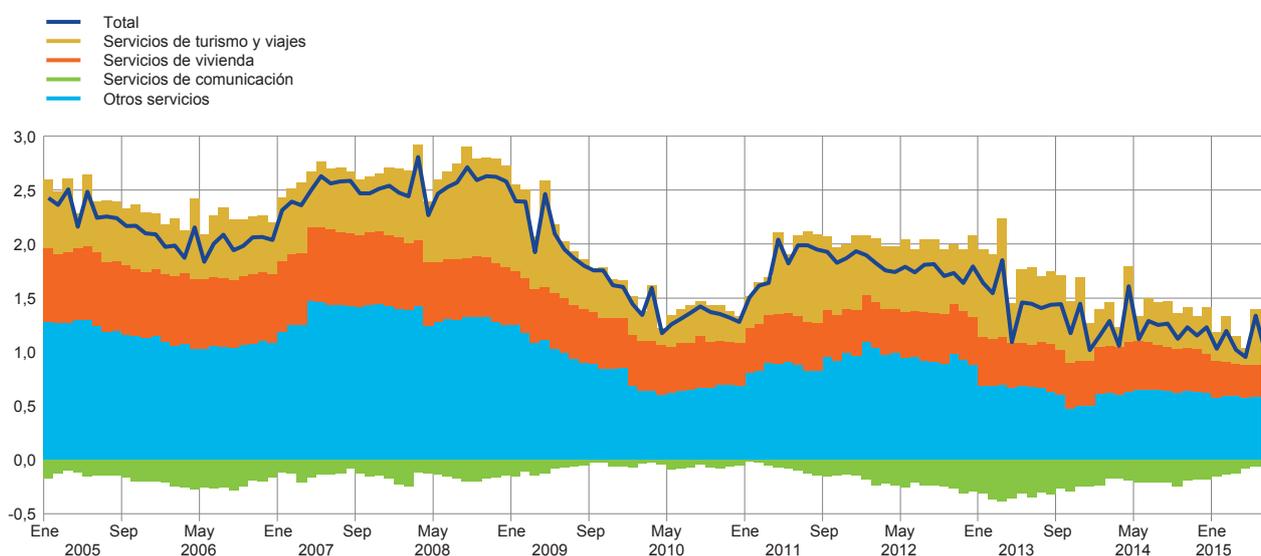
Nota: Los datos están ajustados de los cambios estadísticos en el cálculo de los precios de los productos estacionales introducidos en 2010 y 2011.

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

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

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

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



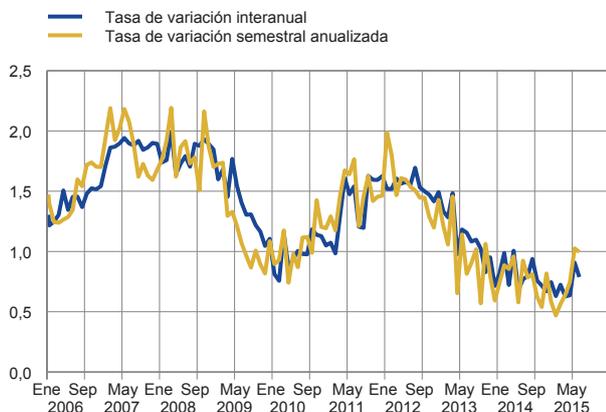
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## Gráfico D

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

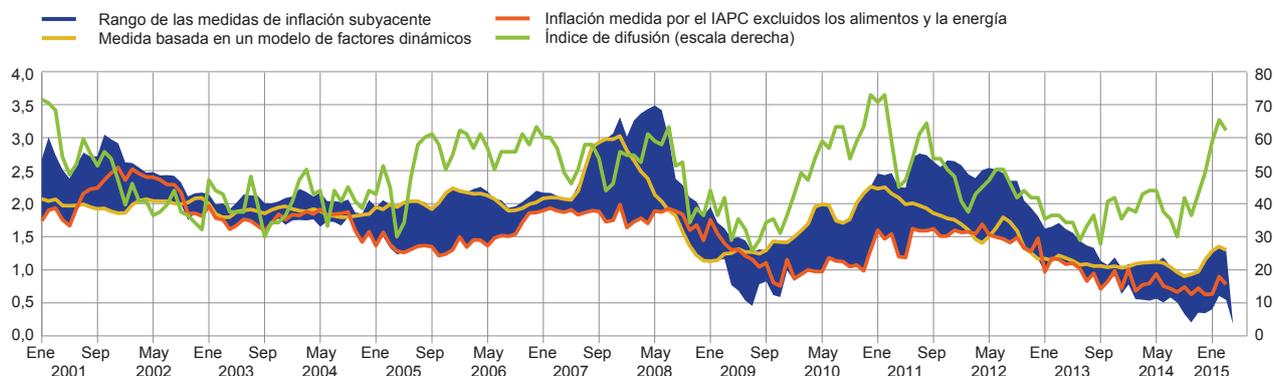
**Otras medidas de la inflación subyacente también se han incrementado en consonancia con el IAPCX y algunas han aumentado de manera significativa en los últimos meses.** El IAPCX sigue incluyendo componentes volátiles, como las vacaciones organizadas, que dificultan la identificación de la señal en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

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

<sup>3</sup> Las medidas basadas en la exclusión permanente de componentes incluyen las siguientes: inflación medida por el IAPC excluida la energía, inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, e inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía. Las medidas estadísticas basadas en la exclusión de componentes incluyen las siguientes: medias truncadas al 10% y al 30% y mediana (media truncada al 100%).

## Gráfico E Medidas de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

## Recuadro 5

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

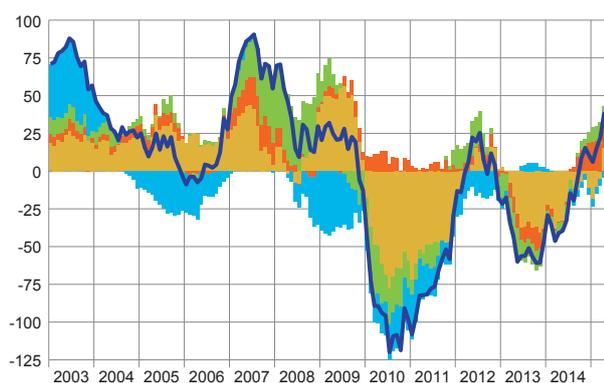
**El prolongado período de niveles reducidos y, recientemente negativos, de los tipos de interés a corto plazo plantea retos para el sector de fondos del mercado monetario (FMM)<sup>1</sup>.** Sin embargo, aunque la baja rentabilidad modera la demanda de estos fondos y reducen el tamaño total del sector,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

#### Gráfico A

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

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

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



Fuente: BCE.

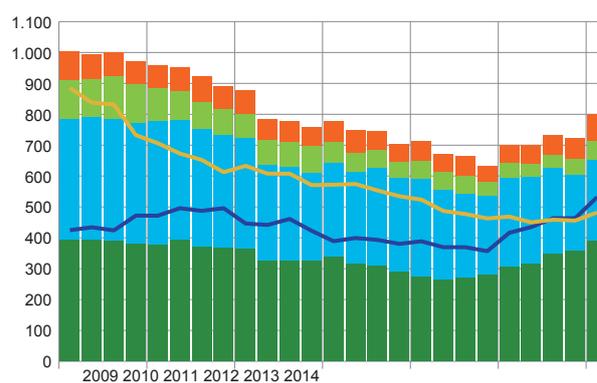
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2015.

#### Gráfico B

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

(mm de euros; saldos vivos)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

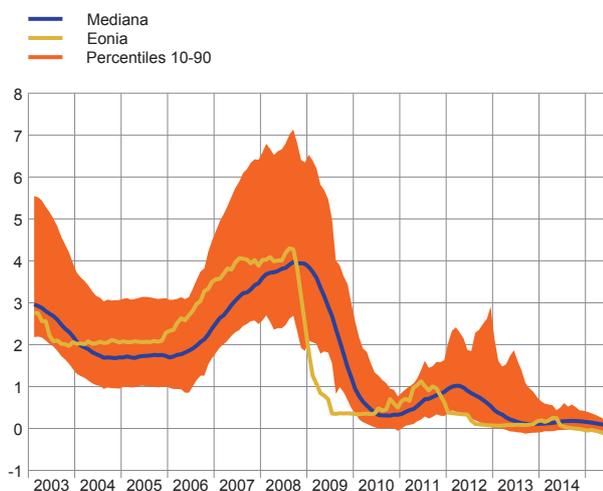
Los FMM de Irlanda y Luxemburgo se centran principalmente en no residentes en la zona del euro mientras que, en Francia, este sector desarrolla básicamente una función de intermediación interna. Las tenencias de los FMM de valores representativos de deuda emitidos por las IFM de la zona del euro se redujeron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

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

#### Gráfico C

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

(rentabilidad total interanual)



Fuentes: Bloomberg, BCE y cálculos del BCE.

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

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

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

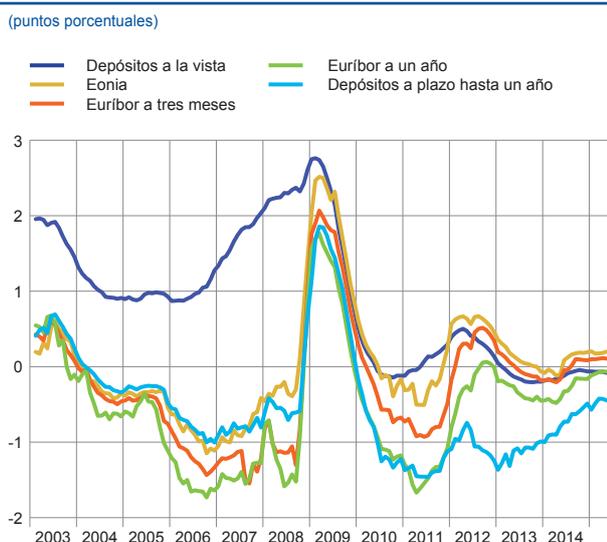
### La mediana de la rentabilidad se ha mantenido relativamente estable desde finales de 2013 y de hecho ha aumentado si se compara con los tipos

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

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

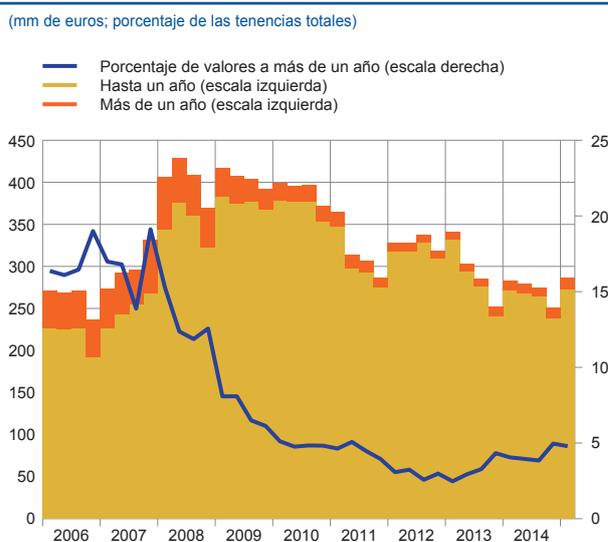
**En conclusión, el entorno sigue siendo complejo para el sector de FMM de la zona del euro aunque parece que su evolución se ha estabilizado.** No obstante,

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



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

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



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

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



## Artículo

# Convergencia real en la zona del euro: evidencia, teoría e implicaciones para las políticas

Una lección importante que se puede extraer de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro es que la necesidad de aplicar políticas económicas sólidas no termina cuando un país ha adoptado el euro. No existen mecanismos automáticos que garanticen que el proceso de convergencia nominal que se lleva a cabo antes de la adopción del euro produzca una convergencia real sostenible a partir de entonces. La crisis financiera global que se inició en 2008 ha mostrado que algunos países que participan en la Unión Económica y Monetaria (UEM) tenían graves deficiencias en su marco estructural e institucional, que han dado lugar a una acusada y prolongada caída de los niveles reales de renta per cápita en esos países desde 2008.

Aunque sí ha habido convergencia real en el conjunto de la Unión Europea (UE) desde 1999 como resultado de los procesos de convergencia de las economías de Europa Central y Oriental, no se ha producido un proceso de convergencia real entre los doce países que adoptaron el euro en 1999 y 2001. Esta falta de convergencia guarda relación con varios factores, en particular con la debilidad de las instituciones, las rigideces estructurales, el débil crecimiento de la productividad y la escasez de políticas encaminadas a hacer frente a ciclos alcistas de los precios de los activos. En este contexto, diversos factores parecen cruciales para lograr una convergencia real en la UEM: estabilidad macroeconómica y una política fiscal sólida en particular; un alto grado de flexibilidad en los mercados de productos y de trabajo; condiciones favorables para un uso eficiente del capital y del trabajo en la economía, que respalden el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF); integración económica dentro de la zona del euro, y una utilización más activa de las herramientas nacionales a fin de evitar los ciclos de auge y caída de los precios y del crédito.

## Introducción

**Si bien el concepto de convergencia tiene múltiples dimensiones, el presente artículo se centra en la convergencia real medida por el PIB real per cápita<sup>1</sup>.**

La convergencia real sostenible es el proceso en virtud del cual los niveles de PIB per cápita de las economías de renta más baja confluyen, de forma duradera, con

---

<sup>1</sup> Los criterios de convergencia establecidos por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (criterios de Maastricht), que miden la convergencia nominal, quedan fuera del ámbito del presente artículo.

los de las economías de renta más alta. Para que la convergencia sea sostenible, el crecimiento potencial per cápita a largo plazo ha de ser compatible con una expansión de la demanda. De hecho, el crecimiento del PIB que tiene su origen en factores externos como una fuerte perturbación de la demanda global, o una perturbación más benigna, como la reducción de los diferenciales de tipos de interés que se produjo tras la introducción del euro, puede resultar insostenible si no viene acompañado de un mayor potencial de crecimiento.

**En la literatura sobre crecimiento económico, la convergencia real se mide con dos conceptos complementarios de convergencia beta ( $\beta$ -convergencia) y convergencia sigma ( $\sigma$ -convergencia).** El primer tipo de convergencia se produce cuando las economías de renta más baja crecen más rápidamente que las de renta más alta, es decir, experimentan un proceso de convergencia. Ello se mide normalmente en términos de PIB relativo per cápita en paridad de poder de compra (PPC). El segundo concepto se refiere a una reducción de la dispersión de los niveles de renta entre las economías. La convergencia real exige que los países de renta más baja puedan crecer de forma sostenible a un ritmo más rápido que los países de renta más alta y, como resultado, se producirá la convergencia de sus niveles de renta con los de los países de renta más alta. En este sentido, la convergencia real corresponde, principalmente, a la dimensión  $\beta$  de la convergencia, siendo la convergencia  $\sigma$  un subproducto; la convergencia sostenible es el principal requisito para que las economías inmersas en un proceso de convergencia puedan ser resistentes a las perturbaciones.

**La convergencia real sostenible respalda el buen funcionamiento de la Unión Monetaria a medio plazo.** En primer lugar, lograr una convergencia real sostenible mediante políticas económicas nacionales sólidas es importante para contribuir a la cohesión económica y social de la UEM, especialmente porque los países de la zona del euro no comparten mecanismos de transferencias fiscales similares a los que existen en el presupuesto federal de Estados Unidos. Aunque los Fondos Estructurales y el Fondo de Cohesión —los instrumentos financieros de la política regional de la UE— tienen por objeto reducir las diferencias de desarrollo entre las regiones y los Estados miembros, su alcance es más limitado que el que tendrían instrumentos similares en un Estado federal. En segundo lugar, la sostenibilidad de la convergencia real es importante porque, para algunas economías de la zona del euro, el proceso de convergencia tiende a incrementar su diferencial de inflación con respecto a la media de la zona del euro en el medio plazo. En una unión monetaria, ello va asociado normalmente a un descenso de los tipos de interés reales en las economías que están en proceso de convergencia, dado que los tipos de interés nominales a corto plazo están determinados por el tipo de interés oficial del banco central. Habida cuenta de esta característica esencial de la política monetaria en un área monetaria única, es necesario conceder especial importancia a las políticas fiscales y macroprudenciales que moderan los ciclos macrofinancieros y garantizan la estabilidad, a fin de evitar que los países se vean expuestos a ciclos de expansión y recesión. Un mayor grado de divergencia cíclica dentro de la zona del euro dificultaría la ejecución de la política monetaria única.

**En el presente artículo se examinan los mecanismos y los incentivos que hasta ahora han obstaculizado la consecución de una convergencia real sostenible entre los países de la zona del euro.** En la sección 2 se presenta evidencia de convergencia real desde el inicio de la UEM. En la sección 3 se analizan los motivos de la falta de convergencia real sostenible en algunas economías que adoptaron el euro en una etapa temprana. La sección 4 se centra en el papel clave del crecimiento de la PTF en el proceso de convergencia. En la sección 5 se examinan las políticas que podrían contribuir a lograr una convergencia real sostenible, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**Si bien los países de Europa Central y Oriental han avanzado en el proceso de convergencia con la media de la UE en los últimos quince años, los progresos hacia una convergencia real entre los doce países que integraban la zona del euro en sus primeros años de existencia han sido desalentadores.** La experiencia ha demostrado que la convergencia inicial puede revertirse rápidamente en presencia de perturbaciones exógenas si no se sustenta en un marco institucional sólido y en condiciones estructurales que favorezcan el crecimiento de la productividad.

**La crisis ha puesto de manifiesto que los abultados flujos de capital a los países de renta baja solo pueden contribuir a una convergencia real sostenible si los recursos se asignan de forma eficiente en la economía.** Uno de los principales factores de éxito en una unión monetaria es la existencia de una economía suficientemente flexible en la que las señales de los precios permitan canalizar adecuadamente los recursos hacia los sectores con alta productividad. Igualmente importante es complementar la política monetaria única con instrumentos fiscales y macroprudenciales contracíclicos nacionales para hacer frente, en una etapa temprana, al riesgo de que se produzcan ciclos de expansión y recesión en las economías de la zona del euro que se hallan en proceso de convergencia.

**La consecución de una convergencia sostenible es, básicamente, responsabilidad de las autoridades nacionales.** No obstante, los esfuerzos desplegados a nivel nacional deben complementarse con reformas estructurales a escala europea encaminadas a reforzar el mercado único. Este fortalecimiento permitiría absorber mejor las perturbaciones específicas de cada país, especialmente las que afectan a los países de renta baja. Ello reviste especial importancia para la unión de los mercados de capitales, en la que todavía se necesita avanzar de forma rápida y sustancial.

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

© Banco Central Europeo, 2015

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 15 de julio de 2015.

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