

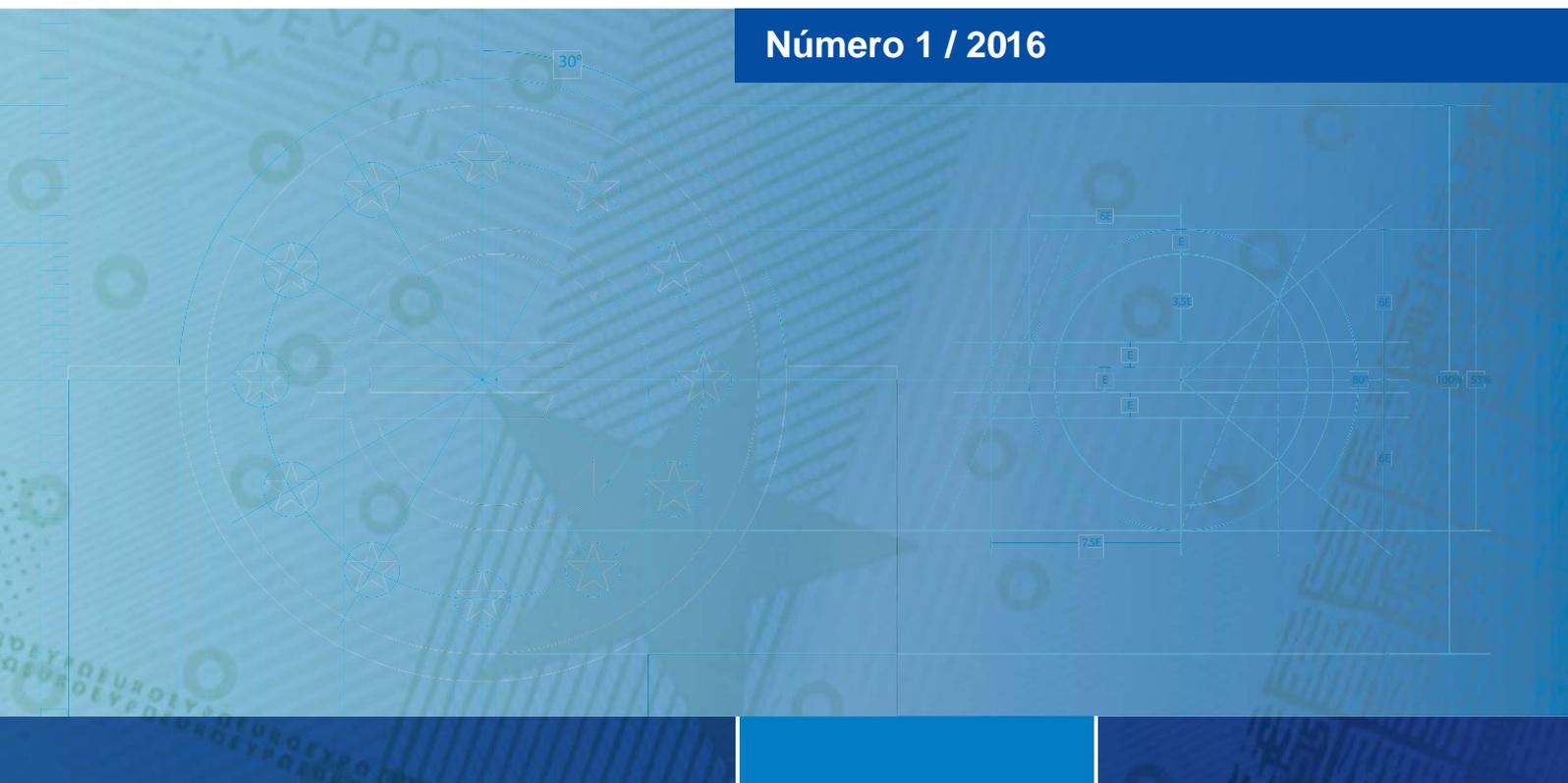


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1 / 2016



# Índice

## Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen	3
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	9
3 Actividad económica	11
4 Precios y costes	13
5 Dinero y crédito	16

## Recuadros

1 ¿Cuáles son las causas del deterioro económico de Brasil	20
2 Análisis detallado de las diferencias entre el valor añadido bruto industrial y la producción industrial	24
3 El Eurosistema publica criterios más detallados para la aceptación de agencias de calificación crediticia	28

## Artículo

Evolución reciente de la composición y el coste de la financiación de las entidades de crédito en la zona del euro	31
--	----

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

El crecimiento mundial sigue siendo moderado y desigual. Mientras que la actividad continúa expandiéndose a un ritmo sólido en las economías avanzadas, su evolución en las economías emergentes sigue siendo débil en general y más heterogénea. Tras la significativa atonía del primer semestre de 2015, el comercio mundial se está recuperando, aunque con lentitud. La inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos y los descensos adicionales que han experimentado recientemente los precios del petróleo y de otras materias primas contendrán aún más las presiones inflacionistas.

La mayor incertidumbre asociada a los desarrollos en China y los nuevos descensos de los precios del petróleo se han traducido en una corrección significativa de los mercados bursátiles mundiales y en nuevas presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento entre los valores de renta fija privada y la deuda soberana se han ampliado ligeramente. El incremento de la incertidumbre mundial se ha visto acompañado de una apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.

La recuperación económica de la zona del euro continúa, sustentada en gran medida en el dinamismo del consumo privado. Sin embargo, más recientemente, esta recuperación se ha visto algo frenada por la ralentización del crecimiento de las exportaciones. Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento económico se mantuvo casi sin variación en el cuarto trimestre de 2015. De cara al futuro, la demanda interna debería estar apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones financieras, así como por los avances realizados anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, la nueva caída del precio del petróleo debería respaldar aún más la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la política fiscal de la zona del euro está adquiriendo un tono ligeramente expansivo, que refleja, entre otros factores, las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación de la zona del euro se ve obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 0,2% en diciembre de 2015, frente al 0,1% de noviembre. La tasa de diciembre fue inferior a lo esperado, principalmente como consecuencia de la nueva y acusada caída de los precios del petróleo, así como de la menor tasa de variación de los precios de los alimentos y de los servicios. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron básicamente estables, tras un repunte en la primera mitad de 2015. Los precios de importación de los bienes no energéticos continuaron siendo los que más contribuyeron al avance de los precios, ya que las presiones inflacionistas internas permanecieron en niveles moderados. Sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, que se encuentran muy por debajo del nivel observado hace unas semanas, ahora se espera que, en 2016, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sean considerablemente inferiores a lo previsto a principios de diciembre de 2015. Actualmente se prevé que estas tasas se mantengan muy bajas o pasen a ser negativas en los próximos meses y que no repunten hasta más avanzado 2016. Posteriormente, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose, si bien se vigilarán atentamente los riesgos de efectos de segunda vuelta derivados de la nueva caída de la inflación de los precios de la energía.

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en noviembre, impulsado principalmente por el reducido coste de oportunidad de mantener los activos monetarios más líquidos y por el impacto del programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE. Además, el crédito al sector privado de la zona del euro se mantuvo en una senda de recuperación gradual, respaldado por la relajación de los criterios de aprobación del crédito y por el aumento de la demanda de préstamos. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras sigue siendo baja, dado que la evolución de los préstamos a empresas continúa reflejando el desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste continuado de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y tras haber recalibrado las medidas de política monetaria del BCE en diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de enero de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, las compras de activos progresan satisfactoriamente y siguen teniendo un impacto favorable en el coste y en la disponibilidad del crédito para empresas y hogares. Con carácter más general, habida cuenta de la evidencia disponible a principios de 2016, resulta claro que las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno desde mediados de 2014 son eficaces. Como resultado, la evolución de la economía real, la provisión de crédito y las condiciones de financiación han mejorado y han reforzado la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las recientes perturbaciones de la economía mundial. Las decisiones adoptadas a principios

de diciembre de ampliar las compras mensuales netas de activos por valor de 60 mm de euros hasta el final de marzo de 2017 como mínimo, y de reinvertir el principal de los valores que vayan venciendo durante el tiempo que sea necesario incrementarán significativamente la liquidez del sistema bancario y reforzarán las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*).

Con todo, a principios de este año, el Consejo de Gobierno consideró que los riesgos a la baja han vuelto a aumentar en un entorno de mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, volatilidad en los mercados financieros y de materias primas y riesgos geopolíticos. En este contexto, la dinámica de la inflación en la zona del euro también sigue siendo más débil de lo esperado. En consecuencia, será necesario que el Consejo de Gobierno revise y posiblemente reconsidere la orientación de la política monetaria del BCE a principios de marzo, cuando se disponga de las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos, que incluirán también el año 2018. Hasta entonces, se trabajará para asegurar que se reúnen todas las condiciones técnicas que permitan tener preparada la gama completa de opciones de política monetaria para su aplicación, en caso necesario.

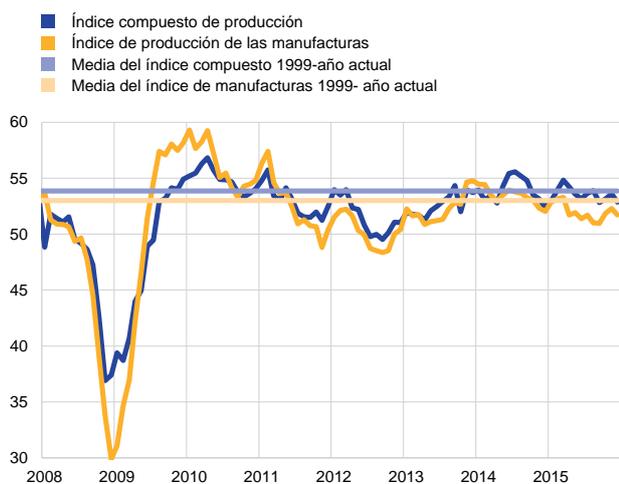
## 1 Entorno exterior

### Los indicadores de opinión sugieren que el crecimiento mundial siguió siendo moderado y desigual en torno al cambio de año.

El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción descendió de 53,6 a 52,9 en diciembre de 2015, en un contexto de desaceleración en los sectores de servicios y de manufacturas (véase gráfico 1). En términos intertrimestrales, el índice PMI global de producción se redujo ligeramente en el cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior. Los datos apuntan a un ritmo de crecimiento sostenido en las economías avanzadas, observándose mejoras de los índices PMI en el Reino Unido y en Japón, aunque el ritmo de avance se ralentizó levemente en Estados Unidos. En las economías emergentes, la evolución continúa siendo débil, en general, y más heterogénea, y los datos de las encuestas PMI más recientes sugieren cierto fortalecimiento del crecimiento en China, una desaceleración en India y Rusia, y la persistencia de la debilidad en Brasil en el cuarto trimestre.

**Gráfico 1**  
Índice PMI global

(índice de difusión, 50 = sin variación)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

### El comercio mundial ha continuado recuperándose, aunque con lentitud.

Pese a que el comercio mundial estuvo muy falto de dinamismo en el primer semestre de 2015, ha mejorado en el período transcurrido desde entonces. El crecimiento del volumen de las importaciones mundiales de bienes descendió ligeramente y se situó en el 1,8% (en tasa intertrimestral) en octubre, frente al 2,3% de septiembre. El ritmo de crecimiento de las importaciones se fortaleció en las economías avanzadas, pero la contribución de las economías emergentes se redujo, debido principalmente a la caída del comercio en América Latina. No obstante, los datos mensuales preliminares a nivel de países confirman que el avance de las importaciones mundiales pudo haber vuelto a moderarse hacia finales del año pasado. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores retrocedió ligeramente

en diciembre (hasta situarse en 50,6), aunque permaneció en terreno positivo, sugiriendo que el crecimiento del comercio siguió siendo moderado en torno al cambio de año.

**La inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos.** La contribución menos negativa de los precios de la energía impulsó ligeramente al alza la tasa de variación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE, hasta situarse en el 0,7% en noviembre, desde el 0,6% del mes precedente. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, no varió y fue del 1,8%. No obstante, los bajos niveles de inflación medida por el IPC registrados, en general, a escala mundial, ocultan diferencias sustanciales entre países. Aunque la inflación general es reducida en la mayoría de las economías avanzadas y en China, se sitúa en cotas

considerablemente más elevadas en algunas grandes economías emergentes, entre las que se incluyen Rusia, Brasil y Turquía.

**Los descensos adicionales de los precios del petróleo y de otras materias primas seguirán conteniendo las presiones inflacionistas.** En un contexto de exceso de oferta en el mercado de petróleo y de debilitamiento de la demanda de esta materia prima, los precios del Brent han vuelto a bajar desde mediados de octubre de 2015, hasta situarse en 29 dólares estadounidenses por barril el 20 de enero de 2016. Por el lado de la oferta, la decisión adoptada por la OPEP en diciembre de mantener las actuales cuotas de producción en niveles récord ha contribuido a la evolución a la baja, mientras que la producción de países no pertenecientes a la OPEP ha mostrado mayor capacidad de resistencia de lo esperado anteriormente, ya que la disminución de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha visto compensada con la oferta de crudo de Canadá, Noruega y Rusia. De cara al futuro, persiste la incertidumbre en torno al impacto del levantamiento de las sanciones contra Irán en la oferta mundial de petróleo. En cuanto a la demanda, las estimaciones preliminares mostraron una caída más acusada de lo esperado previamente del crecimiento de la demanda mundial de crudo en el cuarto trimestre de 2015, debido a un invierno excepcionalmente benigno (en Europa, Estados Unidos y Japón), así como al empeoramiento del clima económico en algunas economías emergentes (China, Brasil y Rusia). Los participantes en los mercados de petróleo siguen esperando que los precios del crudo aumenten solo de forma muy gradual en los próximos años. Los precios de las materias primas no energéticas también descendieron ligeramente, un 3% desde finales de noviembre, impulsados principalmente por la caída de los precios de los alimentos (con una bajada del 4%).

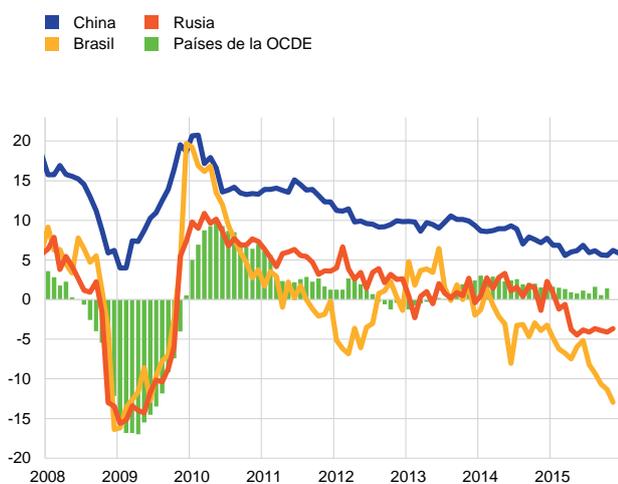
**En Estados Unidos parece que el crecimiento de la actividad se moderó en el cuarto trimestre, aunque los fundamentos económicos siguen siendo sólidos.** Tras el firme avance del PIB real en el tercer trimestre de 2015, el 2% en tasa anualizada, la actividad económica mostró signos de desaceleración en el cuarto trimestre. Las ventas al por menor y las adquisiciones de vehículos descendieron, y los indicadores también apuntan a cierta debilidad en los sectores industriales, con una disminución del índice del sector de manufacturas del *Institute of Supply Management*. Además, factores adversos de carácter externo, concretamente el moderado crecimiento económico mundial y la mayor fortaleza del dólar estadounidense, continúan afectando a las exportaciones. Con todo, la persistente y notable mejora del mercado de trabajo sugiere que se mantiene la fortaleza subyacente de la economía y que la atonía de la demanda interna debería ser, en gran medida, de carácter temporal. Los empleos en el sector no agrícola aumentaron de manera acusada en diciembre de 2015, y la tasa de paro se situó en el 5%. La inflación general se mantiene en niveles reducidos. En tasa interanual, la inflación general medida por el IPC se incrementó hasta el 0,5% en noviembre, desde el 0,2% de octubre, como consecuencia de la menor contribución negativa de los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, repuntó ligeramente hasta situarse en el 2%, impulsada por la subida de los precios de los servicios.

**En Japón, el pulso de la economía ha sido relativamente débil.** En la segunda estimación preliminar publicada, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,3% en tasa intertrimestral. Sin embargo, los indicadores de corto plazo apuntan a un crecimiento relativamente moderado en el último trimestre de 2015. Aunque las exportaciones reales de bienes continuaron recuperándose en noviembre, la caída de las ventas al por menor y de la producción industrial observada ese mes señalan una pérdida de impulso a nivel interno. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el 0,3% en noviembre, pero la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta situarse en el 0,9%.

**En el Reino Unido, el PIB continuó avanzando a un ritmo moderado.** En el tercer trimestre de 2015, el PIB real se incrementó un 0,4% en términos intertrimestrales, menos de lo estimado anteriormente. El crecimiento económico estuvo impulsado por el fuerte consumo de los hogares, que a su vez se vio respaldado por el aumento de la renta real disponible, favorecido por los reducidos precios de la energía. El crecimiento de la inversión siguió siendo positivo, aunque se desaceleró con respecto al trimestre precedente, mientras que la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento. Los indicadores de corto plazo, en particular los datos de producción industrial y las encuestas PMI, apuntan a un ritmo constante de crecimiento del PIB en el último trimestre de 2015. La tasa de paro mostró una tendencia a la baja y cayó hasta situarse en el 5,1% en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2015, mientras que el crecimiento de los beneficios se redujo hasta el 2%, frente al 3% del tercer trimestre del año. En diciembre de 2015, la inflación general interanual medida por el IPC se situó próxima a cero (0,2%), debido a los bajos precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, repuntó hasta el 1,4%.

**Gráfico 2**  
Crecimiento de la producción industrial mundial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015 para China, noviembre de 2015 para Brasil y Rusia, y octubre de 2015 para los países de la OCDE.

**En China, la volatilidad del mercado financiero ha provocado un rebrote de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, aunque los datos macroeconómicos siguen siendo acordes con una desaceleración gradual del crecimiento de la actividad.** El mercado bursátil chino registró un fuerte retroceso en las primeras semanas de enero, antes de que transcurrieran los seis meses de prohibición de venta de acciones por parte de grandes accionistas. Con todo, los datos macroeconómicos han mostrado mayor capacidad de resistencia. China publicó datos de crecimiento intertrimestral del 1,6% en el cuarto trimestre de 2015. En 2015, el crecimiento interanual del PIB real fue del 6,9%, próximo al objetivo del Gobierno. Los indicadores de corto plazo siguen siendo acordes con una desaceleración gradual de la economía, en un entorno en el que se observa cierto reajuste hacia los servicios y el consumo, en vista de la moderación de la producción industrial.

**El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes.** Aunque la actividad ha mantenido una mayor capacidad de resistencia en los países importadores de materias primas (incluidos India, Turquía y países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro), el crecimiento continúa siendo muy reducido en los países exportadores de materias primas. En particular, los indicadores de corto plazo más recientes apuntan a que la desaceleración de Brasil se ha intensificado. Como se analiza en el recuadro 1, la debilidad de los fundamentos económicos internos y el limitado apoyo de los factores externos dejan entrever que Brasil continuará en recesión este año. La economía rusa mostró señales incipientes de mejora en el tercer trimestre de 2015 (véase gráfico 2), pero, habida cuenta de su fuerte dependencia del petróleo, es probable que la nueva bajada de los precios del crudo afecte a las perspectivas a corto plazo.

## 2 Evolución financiera

**Las cotizaciones bursátiles descendieron significativamente en todo el mundo en un entorno de creciente incertidumbre relacionada con los**

**desarrollos de China y la acusada caída de los precios del petróleo.**

El índice bursátil EURO STOXX amplió retrocedió alrededor de un 16% durante el período de referencia comprendido entre el 2 de diciembre de 2015 y el 20 de enero de 2016 (véase gráfico 3). Las caídas fueron algo menores en Estados Unidos, donde los precios de las acciones, medidos por el índice S&P 500, disminuyeron en torno a un 12%. Las acciones del sector financiero de la zona del euro y de Estados Unidos registraron un descenso del 18% y del 13%, respectivamente, mostrando una evolución algo más desfavorable que las acciones del sector no financiero. Los índices de volatilidad de los mercados bursátiles —que son un indicador de la incertidumbre en los mercados financieros— se elevaron considerablemente.

**Gráfico 3**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2014 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 20 de enero de 2016.

**La evolución del mercado del petróleo y de los mercados de renta variable internacionales**

**dio lugar a nuevas presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, que siguieron al aumento experimentado al comienzo del período analizado.** Los rendimientos de la deuda soberana subieron tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE, celebrada en diciembre de 2015, y volvieron a descender ligeramente al crecer la incertidumbre global. Durante el período considerado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro, ponderado por el PIB, se elevó alrededor de 15 puntos básicos, hasta alcanzar el 1,16% el 20 de enero. En general, los países con calificaciones

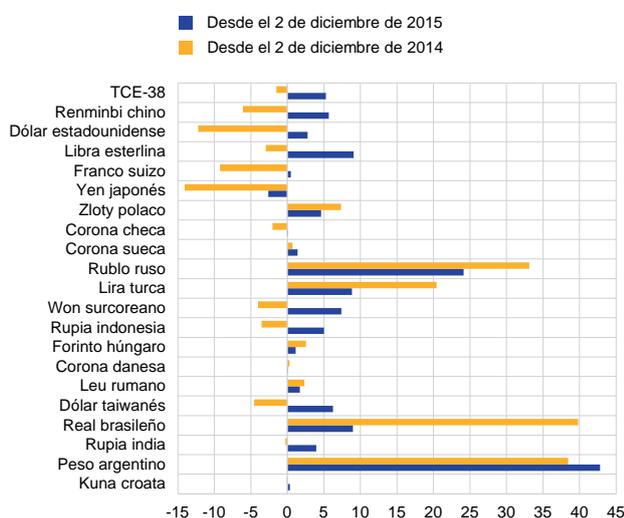
crediticias más bajas registraron los mayores incrementos, lo que se tradujo en una ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania, atribuible, en parte, a la situación política y financiera.

**La mayor incertidumbre mundial llevó a una apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.** En términos efectivos, el euro se apreció notablemente en la primera mitad de diciembre de 2015 como resultado del aumento de los rendimientos tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada ese mes. El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable en el período transcurrido hasta mediados de enero, pero comenzó a apreciarse de nuevo

posteriormente, en un entorno de mayor incertidumbre a escala global. En total, ponderado por el comercio, el euro se apreció un 5,3% durante el período analizado (véase gráfico 4). En términos bilaterales, el euro se fortaleció frente al dólar estadounidense, la libra esterlina, el renminbi chino, el rublo ruso y las monedas de economías emergentes, especialmente frente al peso argentino tras la decisión adoptada por el nuevo Gobierno del país de suprimir los controles cambiarios. El euro también se revalorizó frente a las monedas de los países exportadores de materias primas y de países de Europa Central y Oriental. En cambio, se depreció con respecto al yen, que se vio respaldado por el menor apetito por el riesgo.

**Gráfico 4**  
Variaciones del tipo de cambio del euro

(variación del euro frente a la moneda indicada; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 20 de enero de 2016. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

**El aumento de la incertidumbre global también se tradujo en unos diferenciales de renta fija privada más elevados.** El incremento de los diferenciales fue mayor en los bonos de alta rentabilidad con

calificaciones crediticias más bajas. Sin embargo, tanto los bonos con categoría de inversión como los

de alta rentabilidad presentan unos diferenciales significativamente menores en la zona del euro que en Estados Unidos. Esta circunstancia se debe, en gran medida, a los niveles significativamente elevados de los diferenciales del sector de la energía de Estados Unidos como consecuencia de los reducidos precios del petróleo.

**El eonia descendió durante el período de referencia tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo aplicado a la facilidad de depósito un 0,10%, hasta el -0,30%, y debido al incremento continuado del exceso de liquidez.** Durante la mayor parte del período analizado, el eonia se mantuvo en una

banda comprendida entre -22 y -25 puntos básicos, y al final del año se incrementó temporalmente hasta situarse en -13 puntos básicos, aproximadamente, como resultado de la mayor demanda de liquidez. Durante el período considerado, el exceso de liquidez aumentó en 62,5 mm de euros, hasta la cifra de 639,9 mm de euros, respaldado por las compras que realiza el Eurosistema en el marco del

programa ampliado de compra de activos, así como por la adjudicación de 18,3 mm de euros en la sexta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico, efectuada el 11 de diciembre de 2015.

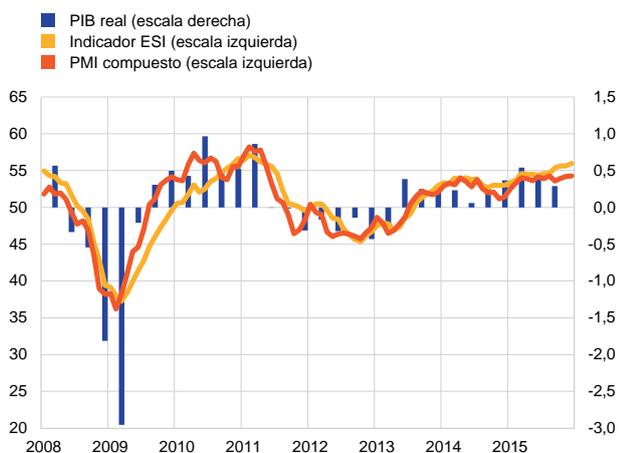
### 3 Actividad económica

#### La economía de la zona del euro continúa recuperándose, fundamentalmente como resultado de la evolución del consumo privado.

En el tercer trimestre de 2015, el PIB real experimentó un avance del 0,3% en tasa intertrimestral, tras aumentar un 0,4% en el trimestre anterior (véase gráfico 5)<sup>1</sup>. Los indicadores económicos más recientes apuntan a la continuación de esta tendencia del crecimiento en el cuarto trimestre de 2015. Aunque el producto lleva aumentando dos años y medio, el PIB real de la zona del euro se mantiene todavía ligeramente por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

**Gráfico 5**  
PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto

(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 PMI. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2015 para el PIB real y a diciembre de 2015 para el indicador ESI y el PMI.

#### El consumo privado sigue siendo el principal factor impulsor de la recuperación.

El gasto de consumo se ha beneficiado del incremento de la renta real disponible de los hogares, lo que a su vez refleja, fundamentalmente, la caída de los precios del petróleo y el crecimiento del empleo. En 2015, los precios en euros del crudo descendieron algo más del 35% con respecto al año anterior, mientras que el empleo en la zona del euro aumentó un 1% (según los datos disponibles hasta el tercer trimestre). Además de los precios más bajos del petróleo, un amplio conjunto de factores, indicativos del fortalecimiento de la economía doméstica, están respaldando el consumo privado. Los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos y la confianza de los consumidores ha mantenido su solidez. En lo que se refiere a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre comercio minorista y matriculaciones de automóviles señalan cierta debilidad del gasto de

consumo. Sin embargo, esta desaceleración se considera transitoria, ya que podría reflejar el efecto moderador de las suaves condiciones meteorológicas sobre el comercio minorista, así como una contribución negativa de las ventas al por menor en Francia tras los atentados terroristas perpetrados en noviembre de 2015 en París. En efecto, los datos de las encuestas sobre la confianza de los consumidores y la situación financiera de los hogares apuntan a la continuidad de la evolución favorable del consumo privado.

<sup>1</sup> En la segunda estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro de Eurostat, el crecimiento del primer y segundo trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,1 puntos porcentuales.

**En cambio, la inversión experimentó un débil crecimiento en 2015, aunque se observan señales de mejora de las condiciones para la inversión, excluida la construcción.** Las condiciones de inversión mejoraron en el último trimestre de 2015. Según la Comisión Europea, la confianza aumentó en el sector de bienes de equipo y la reducida demanda limitó menos la producción. Además, los datos disponibles por países y los relativos a la producción de bienes de equipo y de la construcción apuntan a un crecimiento moderado durante el último trimestre de 2015. De cara al futuro, se espera una recuperación cíclica de la inversión, sustentada en el fortalecimiento de la demanda, el aumento de los márgenes y la reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Las condiciones de financiación también se están tornando más favorables. El recurso a la financiación externa por parte de las empresas ha repuntado, y según la encuesta más reciente sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés) y la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) de la zona del euro, las condiciones de financiación deberían suponer un menor lastre para la inversión. Sin embargo, la necesidad de seguir avanzando en el proceso de desapalancamiento de las empresas en algunos países y las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores podrían hacer que se modere la recuperación de la inversión.

**En conjunto, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se mantiene falto de dinamismo.** Atendiendo a los datos mensuales sobre comercio de octubre y noviembre, las exportaciones comenzaron a recuperarse hacia finales de 2015, situándose en esos dos meses un 0,4% por encima del nivel medio del tercer trimestre. Es probable que el avance de las exportaciones estuviera impulsado por el mayor ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, si bien las contribuciones de algunas economías emergentes siguieron siendo negativas. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan una ligera mejora de la demanda externa y un aumento de los pedidos exteriores de países no pertenecientes a la zona del euro a corto plazo. Además, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro que se produjo en la primera mitad de 2015 continúa respaldando las exportaciones.

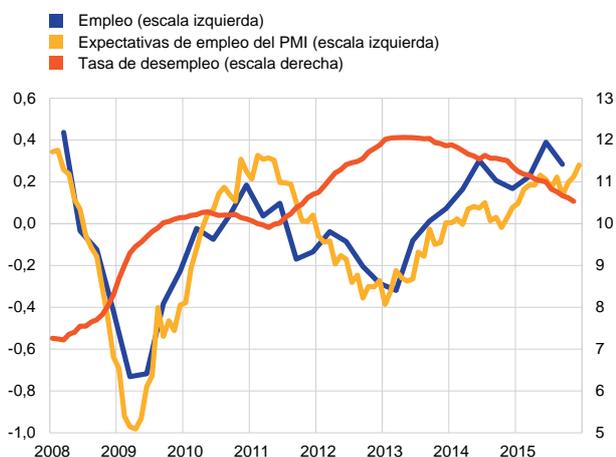
**En general, los indicadores más recientes señalan que la economía creció en el último trimestre de 2015, aproximadamente al mismo ritmo que en el tercer trimestre.** Pese a descender un 0,7%, en tasa intermensual, en noviembre (tras aumentar un 0,8% en el mes de octubre), la producción industrial, excluida la construcción, seguía estando un 0,1% por encima del nivel medio del tercer trimestre de 2015, período en el que creció un 0,2% en términos intertrimestrales (el recuadro 2 analiza más detalladamente las diferencias entre la producción industrial y el valor añadido de la industria). Además, tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción mejoraron entre el tercer y el cuarto trimestre del año pasado (véase gráfico 5). Ambos indicadores subieron en diciembre y, por consiguiente, se mantuvieron en niveles superiores a sus respectivas medias a largo plazo.

**La situación del mercado de trabajo continúa mejorando gradualmente.** En el tercer trimestre de 2015, el empleo registró un crecimiento adicional del 0,3% en tasa

## Gráfico 6

### Empleo en la zona del euro, expectativas de empleo del índice PMI y desempleo

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



Fuentes: Eurostat, Markit y BCE.

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

intertrimestral, por lo que ya suma nueve trimestres consecutivos de subidas (véase gráfico 6). Como resultado, el empleo se situó un 1,1 % por encima del nivel alcanzado un año antes, lo que supone el mayor avance interanual desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, volvió a caer en noviembre hasta situarse en el 10,5%. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas indica que el mercado de trabajo seguirá mejorando de forma gradual en los próximos meses.

### De cara al futuro, se espera que la recuperación económica continúe.

La demanda interna debería estar apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria y por su efecto favorable sobre las condiciones financieras, así como por los avances realizados anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, el nuevo descenso de los precios del petróleo debería respaldar

aún más la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la política fiscal de la zona del euro está adquiriendo un tono ligeramente expansivo, que refleja, entre otros factores, las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de enero, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

## 4 Precios y costes

### La inflación general volvió a estar sometida a presiones a la baja como resultado de las nuevas bajadas de los precios del petróleo.

Se esperaba que los efectos de base positivos derivados de la caída de los precios de la energía a finales de 2014 tendrían un fuerte impacto en la inflación general<sup>2</sup>. Estos efectos se

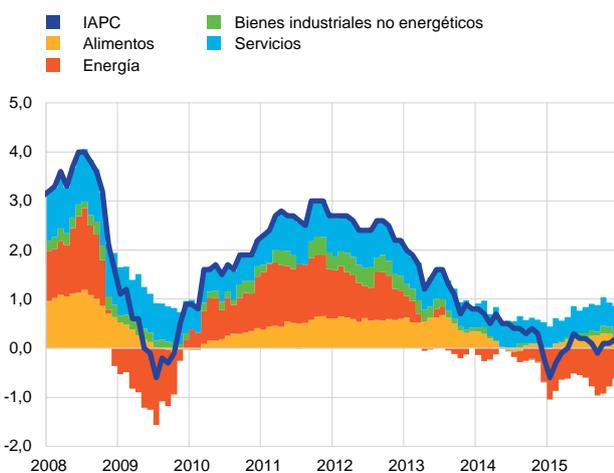
<sup>2</sup> Véase el recuadro 3, titulado «El papel de los efectos de comparación en la senda prevista para la inflación medida por el IAPC», Boletín Económico, BCE, número 8/2015.

vieron prácticamente contrarrestados por el causado por los recientes descensos adicionales del precio del petróleo y por la menor tasa de variación de los precios de los alimentos, ya que las suaves temperaturas han contribuido a la reducción de los precios de los alimentos no elaborados. En consecuencia, la inflación general solo experimentó un ligero aumento, desde el 0,1 % registrado en noviembre hasta el 0,2% de diciembre.

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

#### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se sitúan en niveles visiblemente más elevados que a finales de 2014 y principios de 2015, pero no han aumentado desde el verano de 2015.

Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no varió y fue del 0,9% en diciembre, después de fluctuar entre el 0,9% y el 1,1% desde agosto. Los perfiles de la mayor parte de los demás indicadores de la inflación subyacente han mostrado una evolución prácticamente similar. La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo en diciembre por segundo mes consecutivo, debido, en cierta medida, a los efectos indirectos de las caídas de los precios del petróleo en los precios de los servicios de transporte. La tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos no se modificó y permaneció en el 0,5%, después de registrar un aumento generalizado en noviembre hasta alcanzar el nivel más elevado observado desde

mediados de 2013. Esta estabilidad ocultó el persistente aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo duradero hasta situarse en el 0,9% en diciembre, una trayectoria acorde con el impacto de la depreciación del tipo de cambio del euro y del avance del consumo de bienes duraderos. Este incremento se vio contrarrestado por la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero, en particular de los artículos de vestir, posiblemente como consecuencia de las suaves temperaturas.

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

La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio repuntó hasta situarse en el 3,9% en noviembre, desde el 3,1% registrado en octubre. Con todo, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo débiles, reflejo de la caída de los costes de producción de las materias primas y de unas subidas salariales que continuaron siendo moderadas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio no varió y fue del 0,2% en noviembre. Esta tasa se ha mantenido en un intervalo comprendido entre el 0% y el 0,2% desde abril. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios continuó descendiendo hasta situarse en el -2% en noviembre, la más baja desde diciembre

de 2009. Los datos de las encuestas de opinión sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta diciembre, también apuntan a la persistencia de débiles presiones inflacionistas latentes a nivel interno.

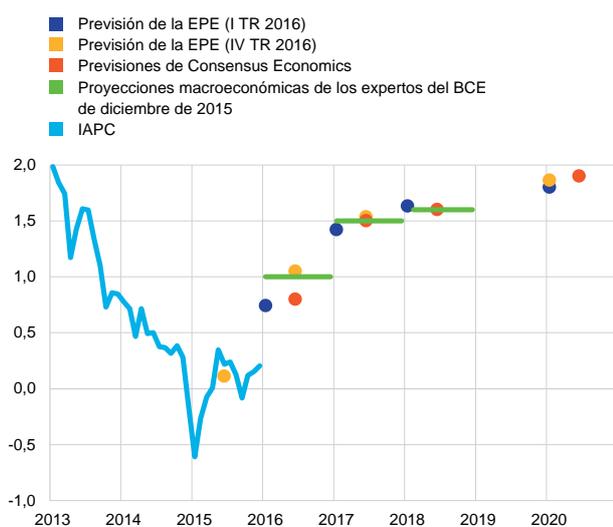
**El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado, mientras que los márgenes de beneficio se han fortalecido.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió hasta el 1,1% en el tercer trimestre de 2015, frente al 1,3% del segundo trimestre. Habida cuenta de que el retroceso de la productividad fue menor, el resultado fue una ligera reducción de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios. Es probable que el avance de los salarios se esté viendo frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, un crecimiento relativamente débil de la productividad y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores. El deflactor del PIB —que es un indicador general de las presiones inflacionistas internas—, se mantuvo prácticamente estable, en términos interanuales, en el tercer trimestre, debido a que la disminución de la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios se vio compensada con un notable incremento de la tasa de crecimiento interanual de los márgenes de beneficio. Si los resultados trimestrales se consideran individualmente, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB ha aumentado gradualmente desde mediados de 2014.

**De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, actualmente se espera que, en 2016, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sean considerablemente inferiores a lo previsto en las**

**proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro.** Se prevé que estas tasas se mantengan en niveles muy reducidos o negativos en los próximos meses y que no repunten hasta más avanzado 2016, debido al impacto de las medidas de política monetaria y de las expectativas de recuperación económica.

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta diciembre de 2015. Las previsiones de Consensus Economics se basan en las previsiones de enero de 2016 para 2016 y 2017, y en las previsiones a largo plazo de octubre de 2015 para 2018 y 2020.

**Los indicadores de las expectativas de inflación han descendido desde principios de diciembre, en un contexto de bajada de los precios del petróleo.**

Después de la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación experimentaron un acusado retroceso, ya que los mercados revirtieron las cuantiosas ganancias obtenidas en los días anteriores a la reunión. La acusada reducción adicional de los precios del crudo en enero provocó nuevas caídas, y la mayoría de los indicadores retornaron a los niveles de principios de octubre. Más concretamente, el tipo

swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo desde el 1,79% hasta el 1,57% entre el 2 de diciembre de 2015 y el 20 de enero de 2016. Pese a los bajos niveles de inflación observada y a la disminución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación perceptible en el mercado continúa siendo muy limitado y es sustancialmente inferior a los niveles de finales de 2014 y principios de 2015. Según los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, la tasa de inflación a cinco años vista se redujo desde el 1,9% hasta el 1,8% (véase gráfico 8). La disminución de las expectativas ha sido más evidente en horizontes más cortos, reflejando el impacto del nuevo descenso de los precios del petróleo.

**Por lo que respecta a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del índice de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha aumentado de nuevo.** En el tercer trimestre de 2015, la tasa de variación interanual de este índice se situó en el 1,5%, desde el 1,1% de los dos trimestres anteriores, sugiriendo que la recuperación está cobrando cierto impulso y que parece ser relativamente generalizada en todos los países de la zona del euro, aunque sigue observándose una heterogeneidad considerable en las magnitudes del crecimiento. El repunte del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en su conjunto es acorde con la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de empleo, con unas condiciones de financiación favorables y con la corrección de las anteriores sobrevaloraciones de los precios de la vivienda.

## 5 Dinero y crédito

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

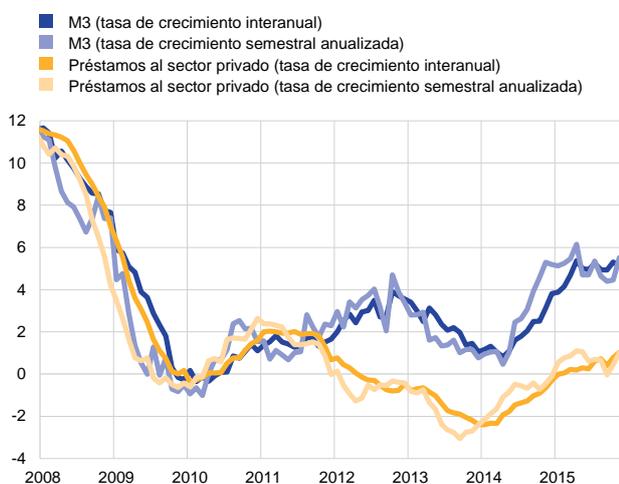
La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo fuerte en el 5,1% en

noviembre, con un ligero descenso con respecto al 5,3% registrado en octubre, que fue atribuible principalmente a efectos de base (véase gráfico 9). El crecimiento monetario volvió a concentrarse en los componentes más líquidos del agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó en noviembre, aunque permaneció en niveles elevados. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho apunta a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

**La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 continuó siendo significativa:** los principales factores determinantes de este crecimiento fueron los reducidos costes de oportunidad de mantener los componentes más líquidos del dinero y el impacto del programa

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

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



Fuente: BCE.

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

ampliado de compra de activos (APP) del BCE. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguieron disminuyendo, aunque en menor medida que en meses anteriores. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, permaneció en niveles positivos, reflejando la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario observada desde mediados de 2014 y el sólido crecimiento de los valores representativos de deuda con vencimiento hasta dos años emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y mantenidos por el sector tenedor de dinero. Dicha recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario confirma la resistencia del mercado al entorno de tipos de interés negativos.

### **Las fuentes internas continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.**

En lo que respecta a las contrapartidas, la principal fuente de creación de dinero en noviembre fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP). Además, la creación de dinero continuó sustentándose en el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro y en la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos para mantener activos a más largo plazo. También muestra las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), que merman la disponibilidad de estos valores para el sector tenedor de dinero. Asimismo, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) del Eurosistema —una fuente alternativa de financiación a más largo plazo— han ido frenando la actividad emisora de las entidades de crédito. La contribución de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM al crecimiento interanual de M3 siguió siendo negativa, lo que refleja las salidas de capital de la zona del euro y es acorde con una recomposición continuada de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona del euro (los inversores extranjeros mostraron un menor apetito por los activos de la zona del euro). Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP explican la recomposición de las carteras.

### **El crédito al sector privado de la zona del euro se mantuvo en una senda de recuperación gradual<sup>1</sup>.**

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones y otras transferencias) se incrementó de nuevo en noviembre (véase gráfico 9), ayudada tanto por los préstamos concedidos a las sociedades no financieras como por los otorgados a los hogares. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo débil, se recuperó sustancialmente con

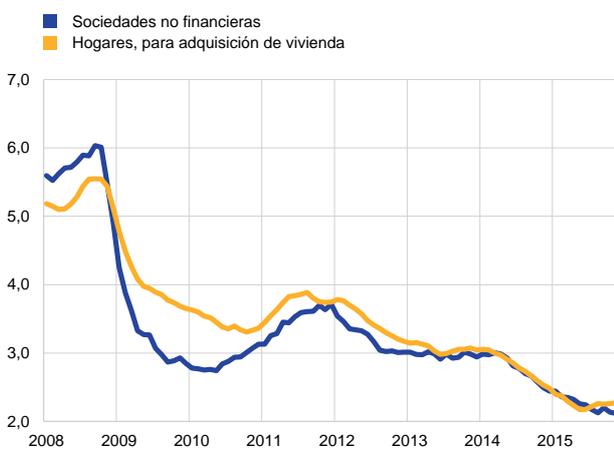
<sup>1</sup> El 21 de septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método de ajuste. Para más información, véase el recuadro titulado «Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulaciones y otras transferencias», en el número 7/2015 del Boletín Económico.

respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución se vio respaldada por las medidas de política monetaria del BCE y por la mayor relajación de los criterios de aprobación del crédito bancario. Pese a estas señales positivas, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando 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.

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

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron prácticamente estables en noviembre (véase gráfico 10).** Pese a los

recientes signos de estabilización, los tipos de interés compuestos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se han reducido en una medida significativamente mayor que los tipos de referencia de los mercados desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Esta reducción está relacionada con la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y con la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. Asimismo, la disminución de los tipos de interés compuestos de los préstamos se ha visto respaldada por la disminución de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se sitúan en niveles históricamente bajos. Entre mayo

de 2014 y noviembre de 2015, el tipo de interés compuesto de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro cayó más de 80 puntos básicos, hasta situarse en el 2,12%, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo más de 60 puntos básicos, situándose en el 2,27% en noviembre. Además, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro volvió a contraerse en noviembre, lo que indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor grado que las grandes empresas de la reciente evolución de los tipos de interés de los préstamos.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 indica que los cambios en los criterios de aprobación y la demanda de crédito siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos** (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

En el cuarto trimestre de 2015, las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. También se produjo una relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, lo que constituye un cambio con respecto al endurecimiento previo. El aumento

de la competencia siguió siendo el principal factor impulsor de unos criterios de concesión menos restrictivos. La demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras y de los hogares se incrementó considerablemente como consecuencia del bajo nivel general de los tipos de interés. La necesidad de financiar el capital circulante y la inversión en capital fijo, la confianza de los consumidores y las perspectivas del mercado de la vivienda también favorecieron el crecimiento de la demanda de préstamos.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó moderadamente en noviembre de 2015.**

El giro que registraron las emisiones netas se vio respaldado por el descenso temporal observado en el coste de la financiación mediante valores de renta fija en noviembre. En cambio, el fuerte crecimiento sostenido de los beneficios no distribuidos ha sido, probablemente, un factor moderador en los últimos meses. Cabe señalar que, en el tercer trimestre de 2015, los beneficios no distribuidos aún registraban una tasa de crecimiento interanual de dos dígitos.

**Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras aumentó moderadamente en diciembre de 2015 y en la primera mitad de enero de 2016.**

Este incremento se debió, sobre todo, al mayor coste de financiación mediante acciones (las cotizaciones cayeron de forma apreciable), mientras que el coste de financiación mediante valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin variación. En diciembre de 2015 y a mediados de enero de 2016, el coste de financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se situó, en promedio, alrededor de 40 y 20 puntos básicos, respectivamente, por encima del nivel registrado en noviembre de 2015.

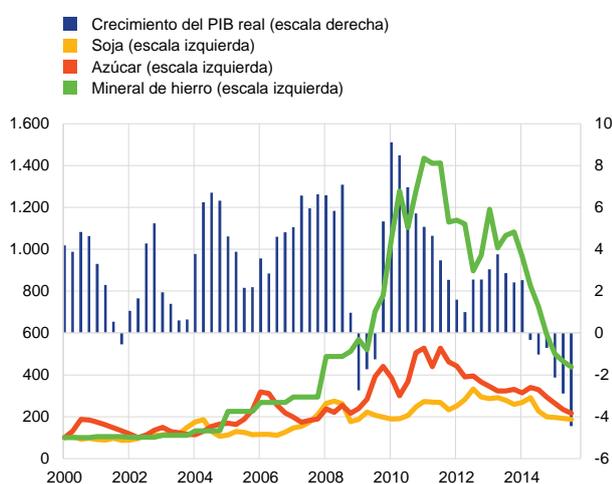
## Recuadro 1

# ¿Cuáles son las causas del deterioro económico de Brasil?

**Tras el rápido crecimiento económico registrado en los años anteriores a la reciente crisis financiera mundial, Brasil se encontraba en una posición sólida para hacer frente a la Gran Recesión.** El ciclo alcista de precios de las materias primas y las cuantiosas entradas de capital contribuyeron a esta mejora de los resultados económicos, que también fue consecuencia de los profundos cambios en la gestión de la política macroeconómica introducidos una década antes, con el fin del régimen de dominancia fiscal y de la hiperinflación en 1994. Sin embargo, la situación económica de Brasil se ha deteriorado significativamente en los últimos años. La economía entró en recesión en 2014 y empeoró en 2015, y es probable que el PIB real haya descendido un 3% el pasado año, mientras que la inflación se ha mantenido en niveles próximos al 10%. En este recuadro se describen los principales factores que explicarían el desplome de la economía brasileña.

**Gráfico A**  
Crecimiento del PIB y precios de las principales materias primas de exportación

(escala izquierda: índice 2000=100; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Banco Mundial, CBOT – CME Group e IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

**La fase bajista del ciclo de precios de las materias primas no energéticas puso de manifiesto las deficiencias estructurales subyacentes de la economía brasileña.** En la primera década de este siglo, Brasil se benefició de la fortaleza de la demanda

—especialmente de China— de algunas de sus principales materias primas de exportación (como mineral de hierro, soja y azúcar sin refinar). La tasa de crecimiento anual del PIB de Brasil se situó, en promedio, en el 3,1% durante ese período, sustentada en los efectos positivos de la relación real de intercambio. Desde la caída que experimentaron los precios de las materias primas en 2011 (véase gráfico A), estos efectos se han invertido, lo que se ha traducido en un crecimiento del PIB sistemáticamente inferior al previsto, al tiempo que han reaparecido las deficiencias estructurales subyacentes de la economía. Entre estas deficiencias se encuentran un sistema impositivo excesivamente gravoso, una economía sumergida considerable, unas

infraestructuras deficientes, una competencia limitada, los altos costes asociados al inicio de una actividad empresarial y unos aranceles aduaneros elevados.

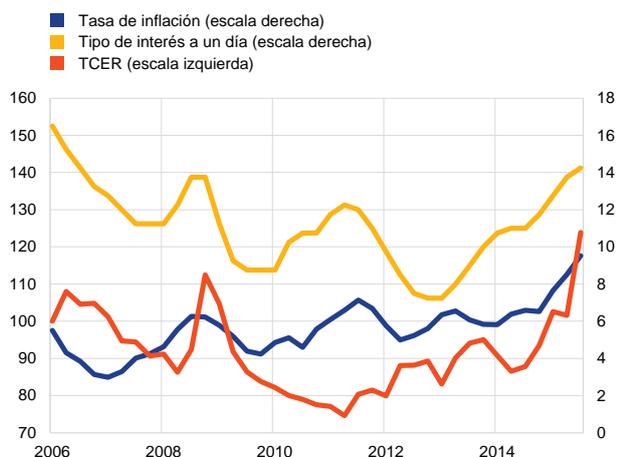
**Además, aumentaron los desequilibrios en un contexto de políticas expansivas y cuantiosas entradas de capital.** En torno al cambio de década, Brasil seguía recibiendo importantes entradas de capital, equivalentes aproximadamente a un

9% del PIB al año. Aunque estos flujos mantuvieron los diferenciales de la deuda soberana y de la renta fija privada en niveles reducidos, provocaron una fuerte apreciación del real brasileño que afectó negativamente a la competitividad de la economía. Muchas empresas, incluidas grandes petroleras como la estatal Petrobras, aprovecharon la holgura de las condiciones financieras para financiar sus inversiones a largo plazo en los mercados internacionales. Al mismo tiempo, las políticas monetaria y fiscal tuvieron una orientación expansiva. El tipo de interés oficial se redujo hasta un mínimo histórico del 7,25% en octubre de 2012 (véase gráfico B), mientras que los préstamos subvencionados del sector público, junto con el aumento de las exenciones fiscales destinadas a reavivar la confianza empresarial, hicieron que los déficits públicos registraran un acusado incremento. Sin embargo, habida cuenta de la falta de reformas estructurales, estas medidas se tradujeron en un repunte solo moderado y transitorio del crecimiento del PIB en 2012 y 2013, al tiempo que contribuyeron a un aumento de la inflación y a un mayor déficit por cuenta corriente (véase gráfico C).

### Gráfico B

Tasa de inflación, tipo de interés a un día y tipo de cambio efectivo real

(escala izquierda: índice 2006=100; escala derecha: tasas de variación interanual)



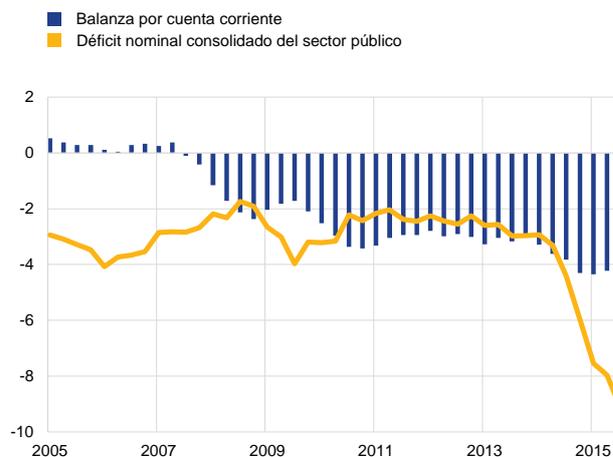
Fuentes: Banco Mundial, CBOT – CME Group e IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Notas: El SELIC es el tipo de interés a un día del Banco Central de Brasil. TCER se refiere al tipo de cambio efectivo real frente a 13 de los principales socios comerciales; el incremento de los valores refleja la depreciación de la moneda.

### Gráfico C

Saldo total del sector público y balanza por cuenta corriente (en relación con el PIB)

(en porcentaje del PIB, medias móviles de cuatro trimestres)



Fuente: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

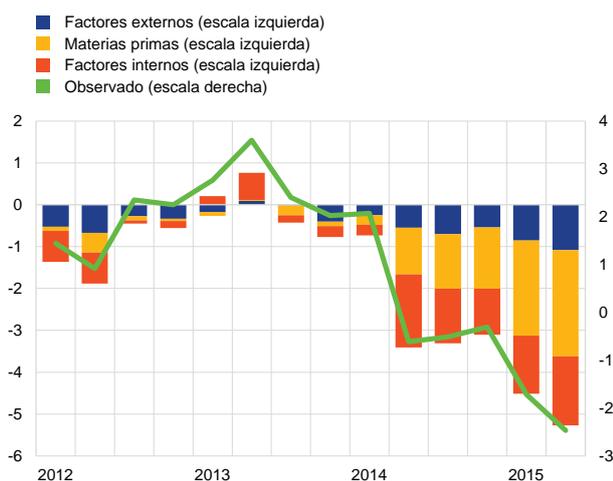
**El cambio en el sentimiento de los mercados financieros mundiales ante el anuncio de la Reserva Federal de Estados Unidos, en mayo de 2013, de su intención de reducir las compras de activos (lo que se conoce en inglés como «taper tantrum»), tuvo un impacto significativo en la economía brasileña.**

El sentimiento de los mercados internacionales se volvió repentinamente en contra de las economías emergentes vulnerables con fuertes desequilibrios externos y presupuestarios, como la brasileña. Pese a los indicios de recesión inminente, las políticas monetaria y fiscal se endurecieron para tratar de restablecer la credibilidad macroeconómica. Con el fin de limitar las salidas de capital y respaldar el tipo de cambio, el Banco Central de Brasil subió el tipo de interés oficial hasta el 14,25%

en julio de 2015. En el ámbito fiscal, se redujeron las cuantías de los programas de préstamos subvencionados, así como las subvenciones a determinados precios, como la energía. Sin embargo, el deterioro de la situación de los mercados financieros globales y la subida de los tipos de interés se tradujeron en un repunte de los pagos por intereses de la deuda pública (hasta niveles cercanos al 9% del PIB), lo que, a su vez, elevó la deuda pública bruta a máximos históricos (63% del PIB). Como el país no consiguió generar el superávit fiscal necesario para estabilizar la deuda a través de un plan presupuestario suficientemente creíble, dos agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación del país por debajo del grado de inversión por primera vez en siete años. Pese a la contracción del PIB brasileño, la inflación aumentó hasta situarse por encima del 10% en los dos últimos meses de 2015, como resultado del ajuste de los precios regulados y de la acusada depreciación de la moneda.

**Gráfico D**  
Descomposición histórica de las perturbaciones que han afectado al crecimiento interanual del PIB real

(escala izquierda: estimaciones de medianas – desviación respecto a la media a largo plazo; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística y cálculos de expertos del BCE.

Nota: La media a largo plazo se refiere al período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2015.

**Las estimaciones del modelo indican que la reciente desaceleración brasileña está determinada, en gran medida, por la combinación de factores internos y el descenso de los precios de las materias primas.** Según la descomposición histórica

obtenida a partir de un modelo VAR bayesiano estructural<sup>1</sup> (véase gráfico D), los factores más significativos a la hora de explicar la caída del PIB brasileño desde mediados de 2014 son la evolución desfavorable de los precios de las materias primas y las perturbaciones que han afectado a la demanda nacional, como la política monetaria y los costes de financiación. Por otro lado, las perturbaciones externas (definidas como las perturbaciones asociadas a la incertidumbre mundial y aquellas que afectan a las condiciones de financiación a escala global y a la demanda exterior) han tenido un papel menos relevante como causa de la reciente desaceleración. En concreto, los precios del mineral de hierro y del azúcar sin refinar, que representan, respectivamente, el 13% y el 5%, del total de

exportaciones, llevan cayendo desde 2011, mientras que el precio del petróleo, que supone el 7% de las exportaciones totales, ha seguido una trayectoria descendente desde 2014. Dado que Brasil es todavía un importador neto de petróleo, probablemente la inversión sea el canal principal a través del cual el descenso del precio del crudo repercute sobre el PIB, y no únicamente la relación real de intercambio, como sucede en el caso de los países exportadores netos de petróleo.

<sup>1</sup> Se ha utilizado un modelo de vectores autorregresivos bayesianos de carácter estructural con datos trimestrales desestacionalizados del PIB. El modelo se ha estimado para el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2015, y las variables incluidas se refieren a las condiciones externas, los precios de las materias primas y las condiciones internas. En concreto, se incluyen el índice VIX, las letras del Tesoro de Estados Unidos a tres meses, la demanda exterior (importaciones ponderadas por el comercio), el precio del petróleo, los precios de las materias primas no energéticas, el índice EMBIG – Brasil, el crecimiento del PIB real y el tipo objetivo del SELIC. Para identificar perturbaciones estructurales se han impuesto restricciones de signo en las funciones impulso-respuesta.

La inversión total se ha reducido, en promedio, un 6 % desde principios de 2014, en parte como consecuencia de la situación de la petrolera estatal Petrobras, que representa el 10 % de la inversión total brasileña y casi un 2 % del PIB. Esta empresa se vio obligada a recortar la inversión en un 33 % en 2014 y 2015 para adaptarse a la caída de los precios del petróleo y también en respuesta a un caso de corrupción generalizada, desencadenando efectos de confianza en el conjunto de la economía. Según las estimaciones del ministerio de Finanzas de Brasil, los impactos directo e indirecto del recorte de la inversión por parte de Petrobras han supuesto una caída de unos 2 puntos porcentuales del crecimiento del PIB en 2015.

De cara al futuro, los riesgos a los que se enfrenta Brasil continúan situados a la baja, en un entorno de incertidumbre en materia fiscal y dificultades políticas que podrían seguir mermando la confianza.

## Recuadro 2

# Análisis detallado de las diferencias entre el valor añadido bruto industrial y la producción industrial

**El valor añadido bruto industrial y la producción industrial son dos indicadores muy valiosos de la evolución de la actividad industrial. Aunque conceptualmente son similares, existen algunas diferencias entre ambos<sup>1</sup>.**

Si se examinan los datos disponibles correspondientes a los dos últimos trimestres, la debilidad de la producción industrial de la zona del euro, excluida la construcción, en el segundo trimestre de 2015 no fue igual que la debilidad del valor añadido correspondiente (las tasas de crecimiento intertrimestral fueron del -0,1% y del 0,4%, respectivamente). Sin embargo, en el tercer trimestre de 2015, el crecimiento de la producción industrial ofreció un panorama más favorable (el 0,2% frente al 0% del valor añadido). En este contexto, en este recuadro se analizan detalladamente las divergencias entre estos dos indicadores para la zona del euro y se explican las diferencias metodológicas que las generan. La producción industrial es una estadística de carácter coyuntural cuyo objetivo es estimar el valor añadido en términos mensuales, con el fin de proporcionar una medida adecuada de la actividad industrial. No obstante, en la práctica resulta difícil recoger datos mensuales del valor añadido, lo que significa que la variación intermensual de la producción industrial suele obtenerse de otras fuentes, incluidos el volumen de negocios deflactado, datos de la producción física, el factor trabajo y el consumo intermedio de materias primas y energía. Por otro lado, el valor añadido bruto<sup>2</sup> es un indicador de la contabilidad nacional trimestral y se obtiene restando el consumo intermedio de la producción. Por tanto, la producción industrial solo describe de forma parcial la evolución del valor añadido industrial en términos de volumen durante un período más largo, dado que la relación entre la producción industrial y el valor añadido puede verse afectada por la variación en la ratio de consumos intermedios y por las estructuras de producción.

**Las variaciones en el valor añadido y la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro difieren en términos de niveles absolutos y de tasas de crecimiento intertrimestral.** El gráfico A presenta ambos indicadores de la actividad industrial de la zona del euro en niveles y muestra que el nivel del

<sup>1</sup> Para una descripción más detallada de estas diferencias, véanse D. Lucke y J.-P. Weiß, «International comparison of industrial development in the European context – the problems», *Economic Bulletin*, Vol. 39, Issue 7, German Institute for Economic Research, 2002, pp. 215-220, y «Overview of Industrial Statistics at the OECD», disponible en <http://www.oecd.org/sti/ind/overviewofindustrialstatisticsattheoecd.htm>.

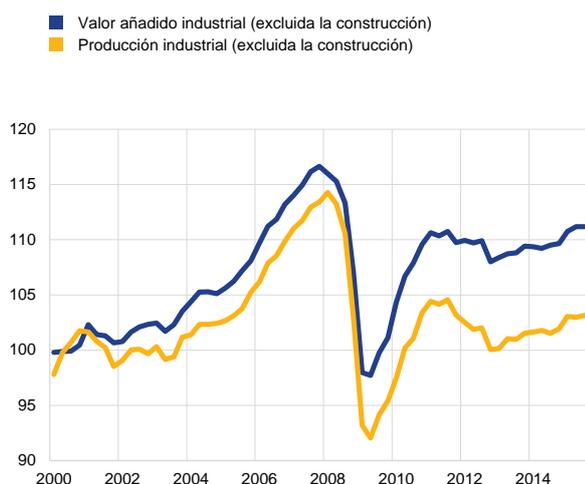
<sup>2</sup> El valor añadido bruto es uno de los principales indicadores de las cuentas nacionales y, junto con los impuestos sobre los productos menos subvenciones a los productos, incluye el producto interior bruto (PIB), que en el lado de los ingresos es igual a la suma de la remuneración de los asalariados, los impuestos sobre la producción y las importaciones menos subvenciones, y el excedente bruto de explotación.

valor añadido industrial (excluida la construcción) de la zona del euro ha sido más elevado que el de la producción industrial durante la mayor parte del período transcurrido desde el año 2000. No obstante, ambos indicadores tienden a registrar movimientos cíclicos similares en términos de crecimiento intertrimestral (véase gráfico B), aunque en algunos trimestres desde el año 2000 se han producido diferencias notables, positivas o negativas, de hasta dos puntos porcentuales. La diferencia media entre las dos tasas de crecimiento ha sido de 0,1 puntos porcentuales desde dicho año. Si se analizan las diferencias de crecimiento en términos absolutos, la media y la desviación típica han sido de 0,4 puntos porcentuales desde entonces. Este resultado implica que las diferencias en las tasas de crecimiento observadas en el segundo y tercer trimestres de 2015 se situaron en el intervalo esperable.

### Gráfico A

#### Nivel de valor añadido y de producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(2000=100; valor añadido bruto: volúmenes encadenados desestacionalizados y ajustados de efecto calendario; índice de producción industrial: media trimestral de datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico B

#### Crecimiento del valor añadido y de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; valor añadido bruto: volúmenes encadenados desestacionalizados y ajustados de efecto calendario; índice de producción industrial: media trimestral de datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

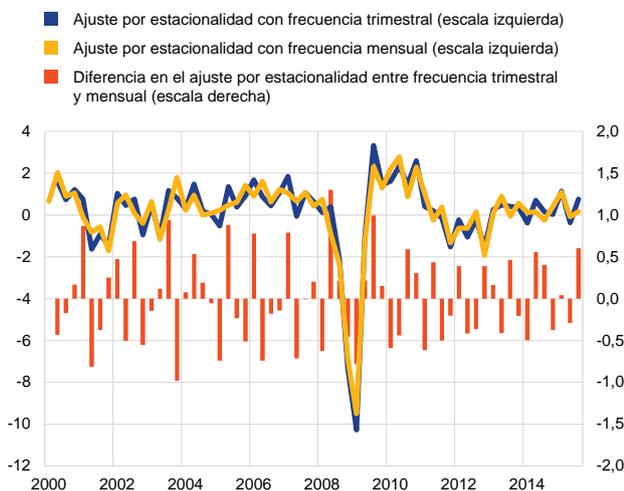
### Las diferencias en los movimientos de los dos indicadores también se observan en cada país de la zona del euro, aunque en distinto grado.

En los cuatro países mayores de la zona del euro, la diferencia entre el crecimiento intertrimestral del valor añadido industrial y el de la producción industrial (excluida la construcción) desde el año 2000 ha sido mayor en España (0,4 puntos porcentuales), Francia (0,3 pp) e Italia (0,2 pp), y más reducida en Alemania (0,03 pp). En cinco países de la zona del euro, esta diferencia de crecimiento en el mismo período ha sido negativa, sobre todo en Irlanda y Luxemburgo (−0,6 puntos porcentuales en ambos casos). Sin embargo, no hay que olvidar que estos resultados también dependen del período examinado. Por ejemplo, en Alemania —donde se dispone de más datos históricos—, el ligero sesgo positivo de las tasas de crecimiento para el período transcurrido desde el año 2000 pasa a ser levemente negativo si el período de observación comienza en 1991.

### Gráfico C

Efectos del ajuste por estacionalidad de los datos de crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Además de los factores conceptuales, existen otros factores que contribuyen a las diferencias entre los dos indicadores<sup>3</sup>, como el ajuste por estacionalidad en períodos inferiores a un año, dado que el valor añadido se ajusta con una frecuencia trimestral y la producción industrial con una periodicidad mensual. Para cuantificar este factor, los datos de la producción industrial se desestacionalizaron en los países de la zona del euro con una frecuencia trimestral. El resultado, que depende de los parámetros aplicados para los filtros estacionales, muestra que las tasas de crecimiento intertrimestral pueden diferir sustancialmente dependiendo de si el ajuste por estacionalidad es mensual o trimestral (véase gráfico C). Utilizando datos desestacionalizados trimestralmente, en vez de mensualmente, la diferencia absoluta media entre las tasas de crecimiento de la producción industrial de la zona del euro ha sido de 0,5 puntos porcentuales desde el año 2000. Sin embargo, en términos medios, el impacto de los otros factores sigue siendo considerable.

**Los precios reciben un tratamiento diferente entre los dos indicadores.** El valor añadido bruto se elabora utilizando precios básicos y no incluye impuestos (menos subvenciones) sobre los productos, mientras que la producción industrial se calcula al coste de los factores. La diferencia entre el valor añadido a precios básicos y al coste de los factores es otros impuestos (menos subvenciones) sobre la producción, cuyas cifras en volumen no se encuentran disponibles con frecuencia trimestral. Además, mientras que el valor añadido bruto en volumen se calcula utilizando índices encadenados anuales, por el momento solo un reducido número de países aplica este método para la producción industrial.

**Los dos indicadores incluyen actividades económicas distintas.** A diferencia de la producción industrial, el valor añadido incluye suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación (sección E<sup>4</sup>). La proporción de esta actividad con respecto al valor añadido industrial (excluida la construcción) desde el año 2000 ha variado entre el 4,2% en 2007 y el 5% en 2009. Las series

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Diferencias entre la producción industrial y el valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2004», Boletín Mensual, BCE, agosto de 2004. En él se examinaba la diferencia entre la producción industrial y el valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2004 (el crecimiento de la producción industrial era de 0,2 puntos porcentuales, frente a un crecimiento del valor añadido de 0,9 puntos porcentuales; de acuerdo con los datos revisados a la fecha, estas cifras son 0,2 puntos porcentuales y 0,8 puntos porcentuales, respectivamente). La diferencia se atribuyó a ajustes por estacionalidad y a la cobertura geográfica. La cobertura geográfica ha mejorado considerablemente desde 2004. Donde no se dispone de datos por países, se utilizan estimaciones para calcular el agregado de la zona del euro.

<sup>4</sup> Estas actividades conforman la sección E de la nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (NACE Rev. 2).

encadenadas de valor añadido en volumen para este sector se publican únicamente con frecuencia anual y son bastante acíclicas. Los cálculos realizados descomponiendo estos datos anuales en datos trimestrales indican que la diferencia intertrimestral entre la tasa de crecimiento del valor añadido industrial y la de la producción industrial se mantiene, en términos medios, en un nivel similar. Sin embargo, para determinados trimestres, el impacto de la sección E resulta considerable, es decir, hasta 2,2 puntos porcentuales durante la Gran Recesión y hasta 0,8 puntos porcentuales en épocas «normales».

**Otra fuente de diferencia entre los dos indicadores es que la producción industrial suele incluir empresas que superan un determinado umbral (en términos de volumen de negocios o de número de empleados),** y los umbrales varían entre países. Las cuentas nacionales tratan de ofrecer una panorámica más completa al utilizar datos procedentes de varias fuentes alternativas.

**En resumen, pese a la estrecha relación existente entre el valor añadido y la producción industrial, las diferencias entre los dos indicadores reflejan en cierta medida todos los factores mencionados anteriormente, aunque la importancia relativa de cada uno es difícil de valorar.** Desde una perspectiva económica, resulta útil realizar un seguimiento de ambos indicadores para analizar la situación económica de la actividad industrial. Una mayor armonización entre las cuentas nacionales y las estadísticas coyunturales, así como entre las prácticas nacionales para el ajuste por estacionalidad, ayudaría a reducir estas diferencias.

## Recuadro 3

# El Eurosistema publica criterios más detallados para la aceptación de agencias de calificación crediticia

**El Eurosistema ha publicado criterios más detallados que las agencias de calificación crediticia deben cumplir para formar parte de su marco para la mitigación del riesgo financiero en las operaciones de política monetaria.**

El sistema de evaluación del crédito del Eurosistema o ECAF, en sus siglas en inglés, define los requisitos mínimos de calidad crediticia que aseguran que el Eurosistema únicamente acepte como garantía activos de elevada calidad crediticia. El Eurosistema tiene la obligación legal de prestar fondos solo si se aportan activos de garantía adecuados<sup>1</sup>. El ECAF constituye asimismo la base para determinar el cumplimiento de los requisitos mínimos de calidad crediticia en el contexto de las compras simples.

**Las agencias de calificación crediticia son una fuente de información del sistema<sup>2</sup>.** Cuando el sistema acepta agencias de calificación crediticia como «agencias externas de evaluación del crédito» o ECAI, en sus siglas en inglés, sus calificaciones se usan principalmente para evaluar la calidad crediticia de activos negociables (instrumentos de deuda cotizados, especialmente bonos). Las agencias de calificación también pueden ser aceptadas en el sistema como proveedores de herramientas de calificación. Además, el Eurosistema utiliza información de sus sistemas internos de evaluación del crédito y de los sistemas basados en las calificaciones internas de las entidades de contrapartida. Los tres últimos sistemas de evaluación del crédito se usan fundamentalmente para evaluar activos de garantía no negociables como préstamos y créditos. A fin de garantizar que la información facilitada por las cuatro fuentes es coherente, precisa y comparable, el Eurosistema ha establecido criterios de aceptación para cada una de las fuentes de evaluación y una escala de calificación armonizada que se utiliza para realizar un seguimiento periódico del desempeño de todos los sistemas aceptados. Estos procedimientos tratan de proteger al Eurosistema frente a riesgos financieros y asegurar la igualdad de condiciones entre los proveedores de calificaciones crediticias.

**En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió publicar más detalles sobre los criterios de aceptación de las agencias de calificación crediticia en**

<sup>1</sup> Véase el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Eurosystem credit assessment framework for monetary policy operations», Boletín Mensual, BCE, abril de 2014; *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations*, BCE, julio de 2015; o la información que figura en el sitio web del BCE en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>.

**el ECAF<sup>3</sup>.** Los criterios publicados se refieren a la aceptación de las agencias de calificación crediticia como agencias externas de evaluación del crédito. Al presentar la solicitud de aceptación, la agencia ha de estar ofreciendo una cobertura mínima de activos admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria en términos de activos calificados<sup>4</sup>, emisores calificados y volumen de activos calificados. La cobertura de la agencia de calificación debe estar diversificada entre las clases de activos admisibles y en los distintos países de la zona del euro. Por ejemplo, tiene que calificar al menos tres de las cuatro clases de activos admisibles del sector privado (bonos garantizados, bonos simples, obligaciones de empresa y bonos de titulización de activos) en dos terceras partes de los países de la zona. En cada clase de activos debe calificar al menos el 10 % de los activos admisibles, el 10 % de los emisores y el 20 % del volumen nominal. Además, durante los tres años anteriores a la presentación de la solicitud, la agencia tiene que haber cumplido al menos el 80 % de estos criterios.

**Los requisitos se han diseñado para garantizar que las agencias de calificación crediticia tienen una amplia experiencia en materia de riesgo de crédito y una trayectoria consolidada.** Por motivos de eficiencia, y a fin de asegurar que únicamente se aceptan agencias de calificación con una experiencia amplia y consolidada en materia de riesgo de crédito, los requisitos tienen en cuenta la aceptación por parte de los mercados de las calificaciones de las agencias, las interrelaciones de riesgo de crédito<sup>5</sup> entre las clases de activos admisibles y la concentración geográfica de los activos de garantía admisibles en la zona del euro. Al mismo tiempo, los umbrales no son tan restrictivos como para impedir la aceptación de nuevas agencias de calificación: una agencia que evalúa a unos 100 emisores, por ejemplo, puede cumplir los requisitos, dependiendo del ámbito geográfico y de las clases de activos en los que centre su actividad<sup>6</sup>. Por otra parte, el conjunto de criterios de cobertura se ha concebido con el objetivo de asegurar que el Eurosistema dispone de información para determinar si una agencia de calificación tiene una trayectoria adecuada de funcionamiento y para establecer una correspondencia entre sus calificaciones y la escala de calificación armonizada. Además, el requisito de cobertura histórica del 80 % durante los tres años anteriores a la presentación de una solicitud permite que las nuevas agencias de calificación se beneficien de un aumento progresivo de su cobertura europea para poder ser aceptadas en el ECAF, cuando puedan demostrar que cuentan con una experiencia amplia y consolidada en materia de riesgo de crédito y aceptación acreditada en el mercado.

<sup>3</sup> Véase el documento titulado *Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE (distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés)*, 22 de enero de 2016, en el sitio web del BCE. Los requisitos detallados pueden consultarse en el sitio web del BCE en: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

<sup>4</sup> Los activos deben calificarse de conformidad con las normas de prelación del ECAF definidas en el artículo 84 de la Orientación del BCE de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2014/60).

<sup>5</sup> Por ejemplo, para calificar productos financieros estructurados es necesaria una evaluación adecuada del riesgo de crédito de las entidades participantes.

<sup>6</sup> Una agencia de calificación crediticia con una cuota de mercado de alrededor del 1 % (según cálculos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados) cumple actualmente los criterios de cobertura del ECAF.

**En el procedimiento de aceptación, el Eurosistema investiga toda la información adicional relevante para la protección frente a los riesgos y el funcionamiento eficiente del ECAF<sup>7</sup>.** El cumplimiento de los criterios de cobertura mínima solo es un requisito previo para iniciar el procedimiento de aceptación. Habida cuenta de la importancia que tiene la información sobre la calidad crediticia para la admisión de activos y la aplicación de los recortes de valoración, el Eurosistema toma la decisión de aceptar una agencia de calificación sobre la base de un exhaustivo procedimiento de diligencia debida. Las agencias de calificación deben cumplir diversos requisitos informativos, regulatorios y operativos. Por ejemplo, para formar parte del sistema deben estar supervisadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés). Además, la información sobre sus calificaciones crediticias necesaria para realizar un seguimiento de la calidad de las calificaciones ha de estar a disposición del Eurosistema. Por motivos de eficiencia y teniendo en cuenta el procedimiento de diligencia debida intensivo en recursos que debe realizar para cada agencia de calificación, el Eurosistema exige el cumplimiento de los criterios de cobertura mínima antes de considerar si acepta a una nueva agencia.

**Además, el Eurosistema está reforzando sus procedimientos de diligencia debida para evitar una dependencia automática de las calificaciones externas.**

El Eurosistema está realizando trabajos complementarios para conocer mejor las calificaciones, los procesos de calificación y las metodologías que siguen las agencias de calificación aceptadas en el ECAF. Estos trabajos son acordes con diversas iniciativas de autoridades internacionales que tratan de reducir la dependencia excesiva de las calificaciones externas en los marcos legislativos y de regulación<sup>8</sup>. De modo paralelo, el Eurosistema ha mejorado sus capacidades de evaluación interna del riesgo, por ejemplo mediante el incremento del número de sistemas internos de evaluación del riesgo de crédito de las sociedades no financieras<sup>9</sup> y el establecimiento de un procedimiento de diligencia debida en relación con los programas de compras de bonos de titulización de activos y de bonos garantizados.

<sup>7</sup> En relación con los criterios generales de aceptación de las agencias externas de evaluación del crédito, que son públicos desde la introducción del ECAF, véase el artículo 120 de la Orientación BCE/2014/60.

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, la hoja de ruta para reducir la dependencia de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia, publicada por el Consejo de Estabilidad Financiera del G-20, en [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1).

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Financial Stability Board, mayo de 2014, en [http://www.fsb.org/2014/05/r\\_140512/](http://www.fsb.org/2014/05/r_140512/).

# Artículo

## Evolución reciente de la composición y el coste de la financiación de las entidades de crédito en la zona del euro

*Los cambios en la composición y el coste de la financiación de las entidades de crédito afectan de forma importante a la provisión de crédito y, en consecuencia, al PIB y a la inflación. La política monetaria influye en los costes de financiación, pero la transmisión de dicha política depende de múltiples factores, como la fortaleza de los balances bancarios y el entorno macroeconómico. Por tanto, la dinámica de la financiación de las entidades de crédito puede variar entre las distintas entidades y países de la zona del euro. Este artículo analiza la evolución reciente de la composición y el coste de la financiación de las entidades de crédito (incluyendo el coste del capital) y muestra que dicha evolución fue diferente en los diversos países de la zona del euro durante el período de la crisis financiera, que afectó a la transmisión de la política monetaria. En este artículo también se examina la interacción entre las medidas de política monetaria (convencionales y no convencionales) y las condiciones de financiación de las entidades.*

### Introducción

**Durante la crisis financiera, la heterogeneidad observada en el coste del crédito bancario se debió, en buena medida, a la divergencia de las condiciones de financiación de las entidades de crédito en la zona del euro.**

Para analizar la provisión de crédito a la economía real y, por tanto, el PIB y la inflación es esencial entender estas condiciones, especialmente teniendo en cuenta que el coste de financiación registró una evolución diferente a la de los tipos de interés oficiales durante la crisis. En general, las entidades recurren a fuentes de financiación minorista y mayorista. La financiación minorista, es decir, los depósitos del sector privado, es habitualmente la fuente principal, y los depósitos del sector privado no financiero suelen ser menos volátiles que las fuentes de financiación mayorista, sobre todo cuando están cubiertos por un sistema de garantía de depósitos. Sin embargo, la importancia de estas fuentes con respecto a la financiación total de una entidad de crédito depende de las características de la entidad, como su tamaño o su modelo de negocio. En concreto, en el caso de las entidades de crédito de la zona del euro de tamaño pequeño, los depósitos minoristas representan una proporción considerablemente mayor de la financiación total que las fuentes mayoristas. La financiación mayorista incluye los pasivos interbancarios, que se usan en la gestión de la liquidez a corto plazo, y la emisión

de valores representativos de deuda. Por último, las entidades también tienen acceso a la liquidez del banco central y captan capital, generalmente en forma de acciones.

**Para que la transmisión de la política monetaria sea efectiva es esencial que el sector bancario funcione adecuadamente.** Esto es aplicable en particular a la zona del euro, donde las entidades de crédito desempeñan un papel predominante en la provisión de financiación externa al sector privado no financiero. El inicio de la crisis financiera y de deuda soberana en 2010 afectó a todos los segmentos del sistema financiero, especialmente al sector bancario, lo que dificultó la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la financiación de las entidades de crédito y, en último término, a las condiciones de concesión del crédito bancario. Además, las condiciones de financiación de los bancos fueron heterogéneas en los distintos países de la zona del euro en un entorno de falta de dinamismo de la actividad económica, niveles elevados de deuda soberana e inquietud sobre la situación financiera de ciertas entidades. Aunque las diferencias en los costes de financiación son esperables, la elevada incertidumbre se tradujo en unas primas de riesgo excesivas en determinadas jurisdicciones y, en algunos períodos, el acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista y, en menor medida, a la minorista se vio seriamente dificultado. Al mismo tiempo, las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE (como la adjudicación plena de la liquidez solicitada por las entidades a tipo de interés fijo y las dos operaciones de financiación a plazo más largo —OFPML— con vencimiento a tres años llevadas a cabo a finales de 2011 y a principios de 2012) supusieron un importante respaldo y evitaron un proceso de desapalancamiento desordenado y forzoso que habría tenido un considerable impacto negativo sobre la economía en su conjunto. Desde entonces, los avances hacia la unión bancaria, el paquete de medidas de expansión crediticia del BCE anunciado a mediados de 2014 y el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) anunciado a principios de 2015 han propiciado una mejora significativa de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, que ahora son más homogéneas entre países. Ello ha contribuido a debilitar el vínculo entre las entidades de crédito y los Estados, reduciendo así considerablemente las disfunciones del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

**Las estructuras de financiación y de capital de las entidades de crédito son relevantes por diversos motivos.** Los factores determinantes de estas estructuras son distintos de los de las sociedades no financieras. Los bancos están sujetos a regulación en materia de capital, ya que pueden tener un impacto significativo sobre la estabilidad financiera y el crecimiento económico: como las entidades se financian en gran medida mediante depósitos, de los que una parte considerable está cubierta por sistemas de garantía, se les exige que mantengan unos niveles mínimos de capital para absorber pérdidas y mitigar el riesgo moral. Esto implica que el coste relativo de la financiación mediante acciones y deuda no es el principal factor determinante de las estructuras de capital de las entidades; sin embargo, no significa que dicho coste sea irrelevante. De hecho, el coste del capital es un factor importante en las decisiones de asignación de carteras de las entidades, que incluye

la actividad crediticia. Los recientes avances en el marco europeo de supervisión, regulación y resolución —que comprenden los colchones de capital macroprudenciales, las exigencias de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, en sus siglas en inglés) y la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria (DRRB)— contribuyen a corregir incentivos que resultan inadecuados debido a las expectativas de apoyo público (el problema de ser «demasiado grande para quebrar»). A priori, el impacto de estas medidas en el coste de financiación de las entidades de crédito no está claro, ya que el efecto directo de un menor apoyo implícito del sector público se ve contrarrestado, al menos parcialmente, por una menor asunción de riesgos por parte de las entidades. Aunque la transición al marco regulatorio revisado puede restringir el crédito a corto plazo, se prevé que este genere un mayor bienestar económico a medio y largo plazo, ya que se limitarían las externalidades negativas asociadas a las crisis sistémicas.

**La estructura de este artículo es la siguiente:** en la sección 2 se presentan los principales cambios en la composición de las estructuras de financiación y de capital de las entidades de crédito y se analizan las medidas de política monetaria que han influido en su capacidad de financiación. En la sección 3 se examinan la evolución del coste de financiación y del capital y el impacto de determinadas medidas de política monetaria sobre dichos costes. Por último, en la sección 4 se recogen las conclusiones.

## Conclusiones

**Los cambios en la composición y el coste de la financiación y del capital de las entidades de crédito afectan de forma importante a la provisión de crédito y, en consecuencia, al producto y a la inflación.** La política monetaria influye en los costes de financiación de las entidades, pero la transmisión de dicha política depende de múltiples factores, tales como la fortaleza de los balances bancarios y el entorno macroeconómico.

**Durante la crisis, las condiciones de financiación registraron grandes variaciones, como resultado de los cambios en el entorno económico, las tensiones en los mercados financieros y de deuda soberana y la respuesta de la política monetaria a estas situaciones.** Las estructuras de financiación de las entidades de crédito se modificaron considerablemente, debido en parte a la necesidad de incrementar el peso del capital en la composición total de la financiación y de reducir la excesiva dependencia de la financiación mayorista observada en el período previo a la crisis. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE proporcionaron un respaldo considerable a la economía en las distintas fases de la crisis. El Consejo de Gobierno redujo el tipo de interés aplicado a las operaciones de financiación e incrementó la cantidad y el plazo de la liquidez ofrecida a las entidades de crédito, lo que contribuyó a evitar que se produjera un desapalancamiento desordenado y a aliviar las tensiones en los mercados de financiación. Los progresos hacia la

unión bancaria y un marco regulatorio más exhaustivo también han favorecido el avance hacia una estructura de financiación más sostenible y resistente. Más recientemente, a medida que el sistema bancario se ha ido estabilizando, se han adoptado políticas para hacer frente a una inflación que se encuentra por debajo del objetivo establecido. Tanto el paquete de medidas de expansión crediticia introducido a mediados de 2014 como el APP proporcionan liquidez adicional y reducen los costes de financiación, respaldando la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, en último término, el PIB y la inflación.

**Aunque las medidas de política monetaria han contribuido a reducir la heterogeneidad de las condiciones de financiación en la zona del euro (especialmente de los depósitos y los bonos, lo que se ha traducido en una mejora de la transmisión de la política monetaria), siguen existiendo diferencias entre países, como se puede observar en el coste de los recursos propios.** Las diferencias en el coste de los recursos propios entre unos países y otros refleja la persistencia de distintas percepciones de riesgo, así como diferencias subyacentes en la fortaleza de los balances bancarios y en la rentabilidad esperada. Muchos de los problemas a los que se enfrentan las entidades de crédito son de carácter estructural y ajenos al ámbito de la política monetaria, y requieren la actuación del sector privado o de los Gobiernos para garantizar una recuperación sostenida.

**Las actuales medidas de política monetaria y un entorno regulatorio en proceso de cambio seguirán afectando a la composición y al coste de la financiación de las entidades de crédito.** Los avances hacia la unión bancaria y las importantes iniciativas emprendidas en materia de regulación a escala europea y mundial fortalecerán a las entidades de crédito, con un impacto considerable sobre su estructura de financiación. Aunque la adaptación a este nuevo entorno puede entrañar costes a corto plazo, el menor riesgo de futuras crisis sistémicas se traducirá en un sistema bancario más estable y en un mecanismo de transmisión de la política monetaria más sólido.

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

© Banco Central Europeo, 2016

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

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 20 de enero de 2016.

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