

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La volatilidad registrada en los mercados financieros tras el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE ha sido transitoria. Sin embargo, la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales ha aumentado, al tiempo que los datos disponibles para el segundo trimestre apuntan a que la actividad y el comercio mundiales han sido moderados. Mientras tanto, la inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos, reflejo principalmente de las anteriores caídas de los precios de la energía. Los riesgos para las perspectivas de actividad global, y en particular para las economías emergentes, continúan situándose a la baja y están relacionados fundamentalmente con la incertidumbre política y la volatilidad financiera.

Los mercados financieros de la zona del euro han afrontado el aumento de la incertidumbre y de la volatilidad observado tras el referéndum del Reino Unido con una alentadora capacidad de resistencia. En consecuencia, las condiciones financieras generales siguen siendo muy favorables. En particular, aunque la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja, especialmente en horizontes a más largo plazo, posiblemente como reflejo de las expectativas de menor crecimiento y de nuevas medidas de política monetaria, seguida de un descenso de los rendimientos de la deuda soberana de bajo riesgo, los diferenciales de la deuda soberana con respecto a la deuda pública alemana a diez años se han estrechado y los de los valores de renta fija privada han continuado reduciéndose. Al mismo tiempo, los precios de las acciones del sector bancario de la zona del euro han vuelto a disminuir.

La economía de la zona del euro sigue recuperándose, impulsada por la demanda interna, mientras que el crecimiento de las exportaciones sigue siendo débil. De cara al futuro se espera que la recuperación económica continúe a un ritmo moderado. La demanda interna sigue favorecida por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad de las empresas continúan propiciando una recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está beneficiando de las reformas estructurales realizadas anteriormente, así como el nivel aún relativamente bajo de los precios del petróleo, prestan apoyo adicional a la renta disponible real de los hogares y, por tanto, al consumo privado. Además, se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y que pase a ser prácticamente neutral en 2017 y 2018. Al mismo tiempo, entre los factores que están dificultando la recuperación económica de la zona del euro se encuentran el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido y otras incertidumbres de carácter geopolítico, las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes de los balances

en varios sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Con este trasfondo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja.

La inflación de la zona del euro ha permanecido en niveles en torno a cero en los últimos meses. Los indicadores de la inflación subyacente todavía no han mostrado, en general, señales claras de una tendencia al alza, al tiempo que las presiones inflacionistas latentes han seguido siendo débiles. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han vuelto a disminuir y se mantienen sustancialmente por debajo de los indicadores de opinión. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación continúen siendo muy bajas en los próximos meses y que repunten más adelante en 2016, en gran parte debido a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Las tasas de inflación deberían seguir incrementándose en 2017 y 2018, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada.

Las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014, incluido el amplio conjunto de nuevas medidas adoptado en marzo de este año, han mejorado sustancialmente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito entre los distintos países de la zona del euro, contribuyendo así a la recuperación económica. En particular, los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y del programa ampliado de compra de activos del BCE, continúan respaldando el sólido crecimiento monetario y la recuperación gradual de los préstamos. Las entidades de crédito han estado trasladando sus condiciones de financiación favorables aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos, y la mejora de las condiciones de concesión del crédito está impulsando la recuperación del crecimiento de los préstamos. De hecho, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2016 se indicó que las condiciones de oferta de los préstamos a empresas y a hogares habían mejorado de nuevo y que la demanda había seguido aumentando en todas las categorías de préstamos. En vista de la incertidumbre imperante, es fundamental que el canal del crédito bancario continúe funcionando correctamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de julio de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mm de euros continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

Habida cuenta de la incertidumbre imperante, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los

mercados financieros, y salvaguardando la transmisión de la orientación acomodaticia de su política monetaria a la economía real. En los próximos meses, cuando se disponga de más información, incluidas nuevas proyecciones de los expertos, el Consejo de Gobierno estará en una posición mejor para reconsiderar las condiciones macroeconómicas subyacentes, las sendas que muy probablemente sigan la inflación y el crecimiento, y la distribución de los riesgos en torno a esas sendas. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato.

El Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria con el fin de asegurar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, sin demoras injustificadas.

# 1

## Entorno exterior

**El resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido favorable a la salida de la Unión Europea generó cierta volatilidad en los mercados financieros y aumentó la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales.** El resultado del referéndum cogió por sorpresa a los mercados financieros y los precios se ajustaron con rapidez en el período inmediatamente posterior a la votación. Desde el 23 de junio, la libra esterlina ha experimentado una acusada depreciación. Sin embargo, el impacto sobre la mayoría de los mercados internacionales ha sido transitorio, aunque las cotizaciones del sector bancario han descendido, en particular en la zona del euro. La incertidumbre acerca de las perspectivas mundiales se ha incrementado desde el referéndum. A corto plazo, el efecto más pronunciado se ha dejado sentir en la economía británica, ya que la incertidumbre en torno a las futuras relaciones comerciales y de inversión entre el Reino Unido y la UE está lastrando la demanda. Otras economías europeas no pertenecientes a la zona del euro, especialmente las que tienen estrechos vínculos comerciales con el Reino Unido, también pueden verse afectadas. Se espera que, fuera de Europa, el impacto sea más limitado, pero la incertidumbre política en las economías avanzadas ha aumentado, lo que podría erosionar la confianza y frenar la inversión. Las previsiones del sector privado para las principales economías se han revisado ligeramente a la baja.

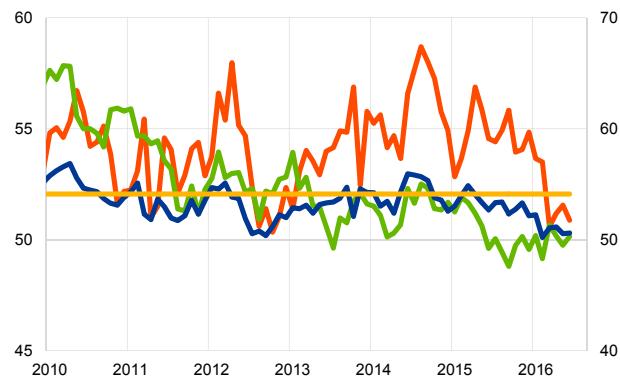
**En un entorno de mayor incertidumbre, los mercados financieros esperan una orientación más acomodaticia de la política monetaria en las principales economías avanzadas.** El Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés sin variación en su reunión de julio, aunque señaló la posibilidad de que se adopten medidas en un futuro próximo. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de incrementos de los tipos en 2016 se han moderado. Según la curva de futuros sobre fondos federales, los mercados están descontando una subida de 25 puntos básicos solo hacia finales de 2017. Asimismo, los mercados financieros esperan una relajación adicional por parte del Banco de Japón.

## Gráfico 1

### Índice PMI global compuesto de producción

(Índice de difusión, 50 = sin variación)

- Global, excluida la zona del euro (escala derecha)
- Global, excluida la zona del euro; media de largo plazo (escala derecha)
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro (escala izquierda)
- Economías emergentes (escala izquierda)



Fuentes: Markit y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a junio de 2016.

### Los indicadores mundiales para el segundo trimestre de 2016 señalan que la actividad económica y el comercio han sido moderados.

El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción registró un nuevo descenso en el segundo trimestre y se situó en el 51,3, el valor más bajo desde finales de 2012 (véase gráfico 1).

El crecimiento del comercio mundial ha vuelto a experimentar una contracción. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales cayeron un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en abril de 2016. Aunque el crecimiento del comercio mejoró en las economías avanzadas, siguió deteriorándose en las economías emergentes, especialmente en Asia. Las perspectivas a corto plazo relativas al comercio mundial son moderadas, al tiempo que el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de 50 en junio.

### La inflación mundial ha permanecido en niveles

**reducidos.** En los países pertenecientes a la OCDE, la

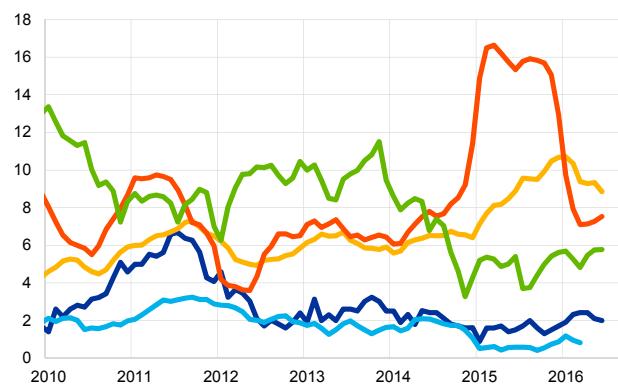
inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó un 0,8 % en mayo, el mismo ritmo de avance que en los dos meses anteriores. El componente energético ha seguido representando un lastre para la inflación. En estos países, la inflación excluidos la energía y los alimentos se situó en el 1,9 % en mayo (véase gráfico 2). Entre las grandes economías emergentes, la inflación descendió en China y Brasil y no experimentó variación en la India. En Rusia, la inflación aumentó, tras haber caído de forma acusada el año pasado.

## Gráfico 2

### Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)

- China
- Brasil
- Rusia
- India
- Total OCDE



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

Nota: La observación más reciente corresponde a junio de 2016 para los países individuales y a mayo de 2016 para el total de la OCDE.

**Los precios del Brent han descendido ligeramente desde principios de junio.** La producción de los países de la OPEP se incrementó en junio, impulsada principalmente por aumentos de la oferta de Irán, Arabia Saudí y Nigeria. La oferta de los países no pertenecientes a la OPEP también se elevó en junio, sustentada en la recuperación parcial de la producción de petróleo en Canadá. En cuanto a la demanda, las previsiones de crecimiento de la demanda mundial de crudo en 2016 de la Agencia Internacional de la Energía se han revisado al alza. Los precios de las materias primas no energéticas han subido marginalmente desde principios de junio.

**En Estados Unidos, la actividad ha repuntado tras el ligero bache de principios de año.** En el primer trimestre de este año, el ritmo de la actividad económica descendió hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral (el 1,1 % en términos anualizados), impulsado por la mayor debilidad del gasto de los hogares y por la disminución de la inversión no

residencial. Sin embargo, datos recientes señalan un repunte del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. El crecimiento del gasto en consumo personal ha aumentado, reflejando mejoras de la renta disponible real y de la riqueza neta de los hogares, en parte como consecuencia de la mejora de la situación del mercado de la vivienda. En abril y mayo, las ventas minoristas se incrementaron a un ritmo sostenido y las de vehículos se recuperaron, después de haber disminuido en marzo. Además, el mercado de trabajo sigue mostrando capacidad de resistencia. En el sector no agrícola estadounidense se crearon 287.000 empleos en junio, tras registrar aumentos más modestos los dos meses anteriores. En junio, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1 %, moderada por la menor inflación de los precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación excluidos la energía y los alimentos aumentó ligeramente, hasta el 2,3 %, la tasa más elevada en cuatro años.

**En Japón, el ritmo de crecimiento sigue siendo modesto.** Tras el descenso registrado en el último trimestre de 2015, el PIB creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2016. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a que la actividad fue moderada en el segundo trimestre, ya que la producción industrial disminuyó en mayo y la encuesta Tankan del Banco de Japón señaló cierto deterioro de la coyuntura económica. Existen tensiones en el mercado de trabajo y la tasa de paro se situó en el 3,2 % en mayo, el nivel más bajo en más de dos décadas. Sin embargo, el crecimiento de los salarios sigue siendo débil. La inflación interanual medida por el IPC siguió adentrándose en terreno negativo en mayo.

**En el Reino Unido se espera que el crecimiento económico se reduzca en la segunda mitad del año.** El crecimiento del PIB cayó hasta el 0,4 %, en tasa

intertrimestral, en el primer trimestre de 2016. La actividad estuvo impulsada principalmente por la robustez del consumo privado, mientras que la inversión disminuyó y la demanda exterior neta continuó representando un lastre para el crecimiento. De acuerdo con los indicadores de corto plazo, la economía británica continuó creciendo a un ritmo relativamente intenso en el segundo trimestre de 2016, similar al observado el trimestre anterior. Sin embargo, es probable que la incertidumbre generada por el resultado del referéndum afecte a la actividad económica a corto plazo, en particular a la inversión y al comercio.

**En China, los datos macroeconómicos siguen siendo acordes con una moderación gradual del ritmo de expansión.** En el segundo trimestre de 2016, este país registró una tasa de crecimiento interanual del PIB del 6,7 %, la misma que en el trimestre anterior y en línea con la nueva banda de objetivos de crecimiento (6,5 %-7 %) fijada por las autoridades chinas para 2016. En los últimos trimestres, la actividad se ha sustentado en el apoyo del Gobierno. La inversión en activos fijos se ha visto impulsada por el fuerte avance de la inversión en infraestructuras, mientras que los gastos de capital en el sector de manufacturas se han moderado.

**El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes.** La actividad se ha mantenido sólida en países importadores de materias primas como la India, donde la actividad creció a una tasa interanual del 7,6 % en el primer trimestre de 2016. Turquía también registró tasas sostenidas de crecimiento del PIB en ese mismo período. Sin embargo, de cara al futuro, la tentativa de golpe militar ha acrecentado la incertidumbre política, lo que podría lastrar la demanda. Entre los países exportadores de materias primas, la actividad ha estado falta de dinamismo. Brasil sigue en recesión. No obstante, en Rusia se observan señales de que la economía ha tocado fondo, ya que, en el primer trimestre de 2016, el crecimiento del PIB retornó a valores positivos, al registrar una tasa intertrimestral del 0,3 %. Los flujos de capital hacia las economías emergentes se han mantenido sólidos, en general, en los últimos meses. Con todo, desde una perspectiva de más largo plazo, la desaceleración gradual de la actividad económica en las economías emergentes ha contribuido a una disminución paulatina de los flujos netos de capital hacia estas economías en los últimos años (véase recuadro 1).

## 2 Evolución financiera

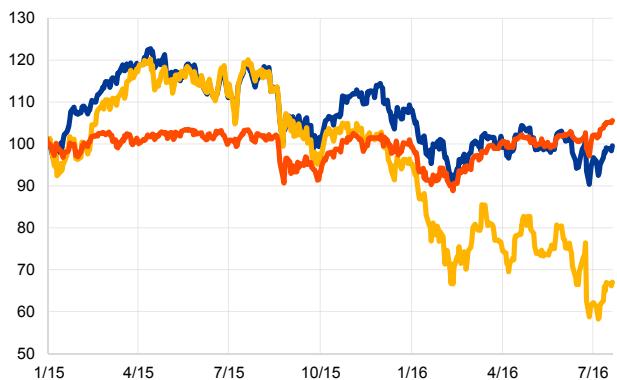
**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han seguido descendiendo desde principios de junio.** Los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo del bono alemán a diez años se ampliaron inmediatamente después de conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, sobre todo en el caso de los emisores con calificación más baja, pero posteriormente cayeron, en general, hasta situarse por debajo de los niveles observados a principios de junio, con la excepción de los de Portugal y Grecia.

### Gráfico 3

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)

— EURO STOXX  
— EURO STOXX de banca  
— S&P 500



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La observación más reciente corresponde al 20 de julio de 2016.

**Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron tras anunciararse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. Mientras que el índice general repuntó posteriormente, el índice del sector bancario se mantuvo muy por debajo del nivel de principios de junio.** El índice EURO STOXX amplio retrocedió algo más del 2 % durante el período de referencia (del 2 de junio al 20 de julio de 2016). Durante el mismo período, el índice S&P 500 de Estados Unidos avanzó en torno al 3 % (véase gráfico 3). Esta dinámica fue el resultado de una evolución relativamente estable antes del referéndum del Reino Unido, de pérdidas próximas al 8 % y al 5 % de los índices de la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, entre el 23 y el 27 de junio, y de una fase de recuperación a partir de entonces. En conjunto, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro cayeron un 13 % desde principios de junio, mientras que en Estados Unidos bajaron alrededor del 4 %. Aunque considerables, los

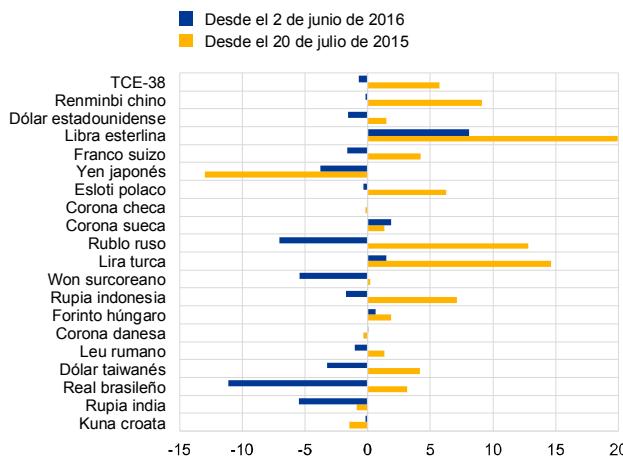
descensos totales registrados son muy inferiores a las caídas de las cotizaciones bancarias en las dos principales áreas económicas entre el 23 y el 27 de junio, aproximadamente el 25 % y el 10 %, respectivamente. La inquietud respecto a la rentabilidad, así como los acontecimientos en entidades de crédito y países específicos, continuaron lastrando el sector bancario de la zona del euro en particular. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de los precios de las acciones repuntaron de forma significativa justo después del referéndum del Reino Unido, pero retrocedieron a su nivel inicial durante el resto del período considerado.

**Los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se redujeron, prolongando la tendencia iniciada tras el anuncio en marzo por el Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).** Los diferenciales de las emisiones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro se han estrechado desde principios de junio en todas las calificaciones crediticias, aunque repuntaron levemente y de forma transitoria tras conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido. El 20 de julio, estos diferenciales se situaban, en función de su calificación, entre 30 y 40 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de junio y entre 50 y 80 puntos básicos por debajo de los registrados el 10 de marzo, fecha en que el Consejo de Gobierno anunció el CSPP (véase también el recuadro 2). Desde comienzos de junio, los diferenciales de los bonos del sector financiero también descendieron en todas las calificaciones. El comportamiento divergente de las cotizaciones del sector bancario, que registraron un retroceso significativo, y de los diferenciales de la renta fija del sector financiero, que continuaron estrechándose, está en consonancia con la opinión de que la preocupación sobre la rentabilidad —más que la percepción de mayores riesgos de impago entre las instituciones financieras— fue el principal factor determinante de la evolución del sector bancario.

#### Gráfico 4

#### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 20 de julio 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.

#### En los mercados cambiarios, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por el comercio.

En términos bilaterales, desde el 2 de junio, el euro se apreció un 8,1 % frente a la libra esterlina, en un entorno de mayor incertidumbre tras el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. El aumento de la volatilidad y el menor apetito por el riesgo respaldaron al yen japonés, lo que se tradujo en una depreciación del euro frente a la moneda japonesa de alrededor del 5 %. El euro también se depreció frente al dólar estadounidense, el franco suizo y las monedas de la mayoría de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas (véase gráfico 4).

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo relativamente estable, en una banda comprendida entre -32 y -35 puntos básicos, excepto al final del segundo trimestre, cuando se elevó temporalmente hasta -29 puntos básicos.**

El exceso de liquidez aumentó en 29 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 873 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

**La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja en relación con principios de junio, especialmente en los plazos superiores a un año.** Tras descender inmediatamente después del referéndum del Reino Unido, la curva continuó desplazándose a la baja en los plazos de vencimiento superiores a un año, con un repunte transitorio a principios de julio. Entre el 2 y el 24 de junio, fecha en que se anunció el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, el desplazamiento a la baja de la curva osciló entre los 10 puntos básicos en el plazo a un año y los 20 puntos básicos en el plazo a ocho años. Esta evolución reflejó las revisiones a la baja del crecimiento esperado y las crecientes expectativas de los mercados de relajación adicional de la política monetaria en respuesta a dichas revisiones. En el período transcurrido hasta el 20 de julio, estos descensos se habían mantenido estables en el plazo hasta un año, pero se habían ampliado de nuevo, hasta unos 30 puntos básicos, en los restantes plazos de vencimiento.

### 3

### Actividad económica

**La economía de la zona del euro sigue recuperándose, impulsada fundamentalmente por la evolución del consumo privado, pero también por la inversión.** En el primer trimestre, el PIB real registró un crecimiento intertrimestral del 0,6 %, respaldado por la sólida evolución del consumo privado, así como por las continuas mejoras de la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. La variación de las existencias también contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2016.

**El consumo privado, el principal factor impulsor de la recuperación actual, continúa contribuyendo positivamente al crecimiento.** El consumo privado siguió aumentando en el primer trimestre de 2016, un 0,6 % en tasa intertrimestral, tras registrar una desaceleración transitoria en el trimestre anterior debido a los efectos de las adversas condiciones meteorológicas sobre el consumo de energía y de productos estacionales, así como a los ataques terroristas perpetrados en Francia. Desde una perspectiva de más largo plazo, el gasto en consumo se ha estado beneficiando del incremento de la renta disponible real de los hogares, que refleja principalmente el aumento del empleo y el descenso de los precios del petróleo. En el primer trimestre de 2016, la renta bruta disponible real de los hogares creció a una tasa interanual del 2,1 %. Tras mejorar de nuevo en el segundo trimestre de 2016, la confianza de los consumidores cayó ligeramente en julio después de conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido, pero se mantuvo por encima de su media de largo plazo. Los balances de los hogares también presentan mayor disponibilidad de fondos.

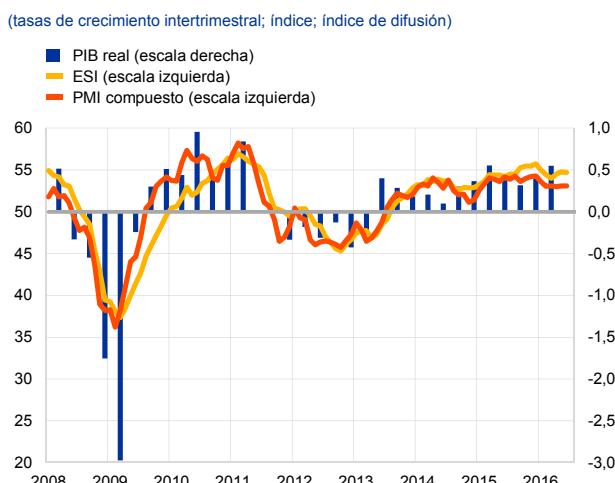
**La inversión continuó creciendo en el primer trimestre de 2016, tras acelerarse a finales de 2015, pero datos más recientes señalan una evolución algo más débil a corto plazo.** En el primer trimestre de 2016, la inversión total se incrementó un 0,8 % en tasa intertrimestral, fundamentalmente como resultado de un aumento de la inversión, excluida la construcción. En el primer trimestre, la mayor inversión en productos metálicos y maquinaria representó en torno a la mitad de este incremento interanual, mientras que las inversiones en construcción y en TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones) contribuyeron en la misma medida al aumento restante. En el segundo trimestre de 2016, la producción industrial de bienes de equipo mostró cierta debilidad y en mayo se redujo un 2,3 % en tasa intermensual, lo que compensó con creces el fuerte aumento del 1,7 % registrado en abril. Es muy probable que el débil entorno exterior, junto con el descenso de los pedidos industriales de bienes de equipo y unas expectativas de producción moderadas en este sector, afecte a la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en los próximos meses. La inversión en construcción siguió creciendo en el primer trimestre de 2016, pero la caída de la producción en los dos primeros meses del segundo trimestre de este año, unida a un efecto arrastre negativo de los descensos de febrero y marzo, apunta a una evolución contenida de la inversión en vivienda en el segundo trimestre de 2016.

**Más allá del corto plazo, la recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían impulsar la inversión, aunque con ciertos riesgos a la baja.** La mejora de los beneficios y la necesidad de sustituir la inversión tras años de debilidad de la formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en el futuro. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con el resultado del referéndum del Reino Unido y sus posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar negativamente a las perspectivas de inversión. Además, puede que las necesidades de desapalancamiento y el lento ritmo de aplicación de las reformas, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, también frenen el crecimiento de la inversión.

**Las exportaciones totales (bienes y servicios) de la zona del euro continuaron mostrando falta de dinamismo en el primer trimestre de 2016 y, hasta el momento, los datos mensuales sobre comercio apuntan a un débil ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre.** Si se consideran conjuntamente los resultados mensuales del comercio de abril y mayo, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro cayeron ligeramente en comparación con el segundo trimestre de 2015. Entre las economías emergentes, el crecimiento de las exportaciones a China aumentó, mientras que el de las exportaciones a Rusia y América Latina se redujo. Por lo que se refiere a las economías avanzadas, la contribución de las exportaciones a Estados Unidos fue básicamente neutral, al tiempo que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro (incluido el Reino Unido) se incrementaron. La fortaleza relativa de la actividad exportadora de la zona del euro desde principios de año en comparación con el crecimiento del comercio global apunta a un aumento de las cuotas de exportación de la zona. De cara al futuro, se espera que la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro de la primera mitad de este año lastre las exportaciones de la zona del euro. Además, las exportaciones pueden verse negativamente afectadas por las posibles consecuencias adversas del resultado del referéndum del Reino Unido para los flujos de comercio mundial. Asimismo, indicadores más recientes, como las encuestas, señalan una evolución persistentemente moderada de la demanda externa y una relativa debilidad de los pedidos exteriores de fuera de la zona del euro a corto plazo.

#### Gráfico 5

#### PIB real, ESI e índice PMI compuesto de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI. Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para el PIB real y a junio de 2016 para el ESI y el PMI.

#### En conjunto, los indicadores económicos más recientes son acordes con el mantenimiento de un crecimiento moderado del PIB real en el segundo trimestre de 2016.

Tras registrar un fuerte crecimiento en abril, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo en mayo, lo que ha hecho que el nivel medio del índice para los dos primeros meses del segundo trimestre de 2016 se sitúe un 0,2 % por debajo del registrado en el primer trimestre. La producción de la construcción y los nuevos pedidos continuaron disminuyendo en abril. Las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles aumentaron en abril y mayo, aunque las matriculaciones descendieron en junio. Los indicadores de opinión más recientes son acordes con un crecimiento continuado en el segundo trimestre, aunque a una tasa menor que en el primero. El índice PMI compuesto de producción se mantuvo invariable en junio, lo

que se tradujo en una media intertrimestral ligeramente inferior al nivel observado en el primer trimestre de 2016 (véase gráfico 5). El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) registró un ligero descenso en junio. Ambos indicadores se mantienen por encima de sus niveles medios de largo plazo.

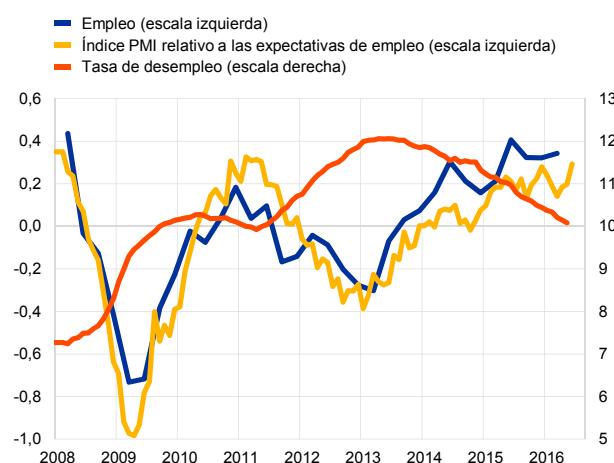
## **Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente.**

En el primer trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,3 % en tasa intertrimestral y, en consecuencia, se situó un 1,4 % por encima del nivel registrado un año antes, el mayor incremento interanual observado desde el primer trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro también continuó descendiendo en mayo de 2016, hasta situarse en el 10,1 % (véase gráfico 6). El número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue disminuyendo lentamente, pero todavía representa más del 5 % de la población activa. Los indicadores de opinión más recientes continuaron mejorando en los últimos meses y son coherentes con nuevos aumentos del empleo en el próximo período.

**Gráfico 6**

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

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para el empleo, a junio de 2016 para el PMI y a mayo de 2016 para el desempleo.

**De cara al futuro, se espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, aunque la incertidumbre se ha incrementado tras el resultado del referéndum del Reino Unido.** La demanda interna sigue estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Su impacto favorable sobre las condiciones de financiación, junto a la mejora de la rentabilidad empresarial, está estimulando la inversión. Además, las continuas mejoras en el empleo y el precio aun relativamente bajo del petróleo deberían seguir sustentando la renta disponible real de los hogares y el consumo privado. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre tras el referéndum del Reino Unido podría afectar a la confianza y al comercio. Otras incertidumbres geopolíticas también plantean retos para la recuperación económica de la zona del euro. Asimismo, la recuperación continúa viéndose frenada por los actuales

ajustes en los balances de algunos sectores, el ritmo insuficiente de aplicación de las reformas estructurales y las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. En este contexto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja.

## 4

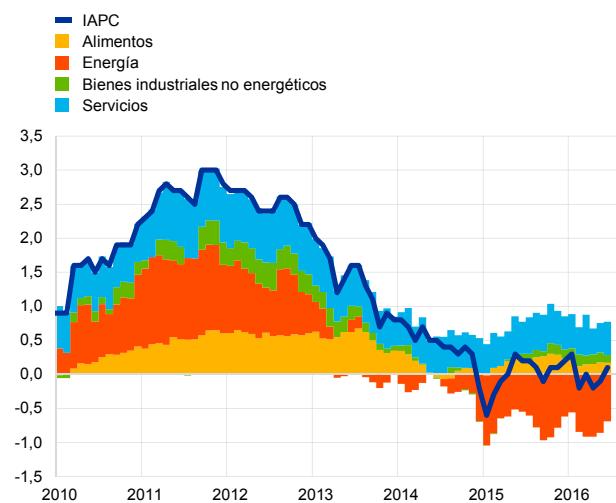
## Precios y costes

**La inflación general ha permanecido en niveles en torno a cero en los últimos meses** (véase gráfico 7). El reducido nivel de inflación sigue reflejando el efecto moderador de unas tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continúa fluctuando en tasas de alrededor del 1 %.

## Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a junio de 2016.

**Los indicadores de la inflación subyacente todavía no han mostrado, en general, señales claras de una tendencia al alza.** La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lleva oscilando en torno al 1 % desde mediados del año pasado. Otros indicadores de la inflación subyacente tampoco han mostrado señales claras de un nuevo impulso al alza desde que se alcanzó un punto de inflexión a comienzos de 2015. Si se consideran los principales componentes, la tasa de variación de los precios de los servicios ha estado fluctuando alrededor del 1 % en los últimos meses, mientras que la de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en un intervalo entre el 0,4 % y el 0,7 %.

**La tasa de variación de los precios de importación sigue siendo negativa, mientras que la de los precios industriales continúa siendo bastante estable.** Después de descender durante varios meses consecutivos, la tasa de variación de los precios de

importación de los bienes de consumo no alimenticio aumentó desde el –1,4 % en abril hasta el –0,7 % en mayo. Este patrón es bastante similar al de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro. La tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio volvió a incrementarse ligeramente, hasta el 0,1 % en mayo, desde el 0 % de abril y el –0,1 % registrado en marzo. Las limitadas presiones al alza sobre los precios industriales pueden ser reflejo del hecho de que la mejora de la situación económica está siendo contrarrestada por las débiles presiones sobre los costes derivadas, por ejemplo, de los bajos precios de las materias primas.

**El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido.** La remuneración por asalariado se incrementó un 1,2 % en términos interanuales en el primer trimestre de 2016, ligeramente por debajo del 1,3 % del cuarto trimestre de 2015. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad, el entorno de baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas durante la crisis.

**Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en los mercados han descendido de manera significativa y permanecen considerablemente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión.** La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años ha disminuido desde comienzos de junio y a principios de julio registró un nuevo mínimo histórico. Gran parte de esta caída parece deberse a factores técnicos, ya que el aumento de la demanda de activos seguros, en un entorno de deterioro del clima de los mercados tras el referéndum del Reino Unido, ha contribuido a reducir los indicadores de inflación basados en los mercados. Aunque estos indicadores

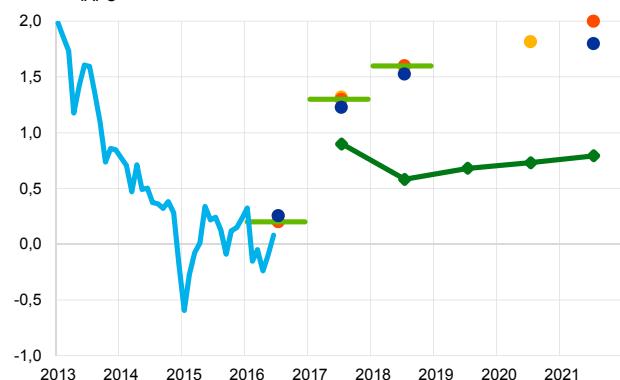
pueden, por tanto, recuperarse cuando mejore el clima de los mercados, el descenso también puede indicar que los participantes en el mercado consideran improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, los mercados continúan descontando únicamente un riesgo limitado de deflación. A diferencia de los indicadores basados en los mercados, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y de las encuestas de Consensus Economics, han mostrado más estabilidad (véase gráfico 8). Los resultados de la EPE de julio de 2016 sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en torno al 1,8 %, sin variación con respecto a la encuesta anterior<sup>1</sup>.

### Gráfico 8

#### Indicadores de las expectativas de inflación basados en encuestas de opinión

(tasas de variación interanual)

- Previsión de la EPE (III TR 2016)
- Previsión de la EPE (II TR 2016)
- Previsiones de Consensus Economics
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2016
- ◆ Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (julio de 2016)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas de junio de 2016 elaboradas por los expertos del Eurosystema y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta junio de 2016. Los datos de Consensus Economics proceden de las previsiones publicadas en julio de 2016. Los indicadores de las expectativas de inflación basados en los mercados se obtienen de los swaps cupón cero iniciados a la inflación medida por el IAPC (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las observaciones más recientes corresponden al 19 de julio de 2016.

**De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, las tasas de inflación continuarán en niveles bajos, o puede que incluso ligeramente negativos, en los próximos meses, y repuntarán más adelante en 2016, en gran parte debido a efectos de base.** Posteriormente, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada. El resultado del referéndum del Reino Unido ha elevado el nivel de incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación.

**En cuanto a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha continuado aumentando.** En el primer trimestre de 2016, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales se situó en el 2,9 %, desde el 2,2 % del cuarto trimestre de 2015 y el 1,6 % del tercer trimestre de ese año. La nueva aceleración de los precios de los inmuebles residenciales fue relativamente generalizada en el primer trimestre de 2016, ya que la mayoría de los países de la zona del euro registraron un crecimiento mayor o un descenso menos acusado que en el trimestre anterior.

## 5

## Dinero y crédito

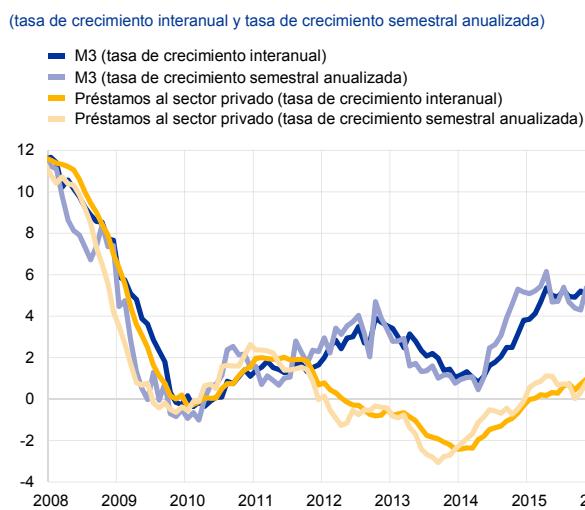
**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3, que aumentó hasta situarse en el 4,9 % en mayo de 2016, lleva fluctuando en torno al 5 % desde marzo de 2015 (véase gráfico 9). El

<sup>1</sup> Véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016\\_Q3.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016_Q3.en.pdf).

crecimiento del agregado monetario amplio volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. En los últimos meses, M1 ha estado mostrando señales de desaceleración, ya que su tasa de crecimiento interanual siguió descendiendo, aunque en mayo se mantuvo en un nivel elevado.

### Gráfico 9

#### M3 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016.

**Las fuentes internas de creación de dinero fueron el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.** Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en mayo fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa en mayo de 2016. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener pasivos bancarios a más largo plazo.

El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó. En este contexto, el importe adjudicado en la primera operación de la segunda serie de TLTRO (TLTRO-II) en junio de 2016 ascendió a 399 mm de euros, ligeramente por debajo de las expectativas de los mercados. Además, la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado contribuyó a una mayor creación de dinero. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continúa siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución sigue reflejando las salidas de capital de la zona del euro y el reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (en particular, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP).

#### La actividad crediticia se mantuvo en una senda de recuperación gradual.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en mayo (véase gráfico 9). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió recuperándose en mayo, la correspondiente a los préstamos a hogares ha permanecido prácticamente estable desde febrero de 2016. Estas tendencias fueron generalizadas en la zona del euro y se vieron respaldadas por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, en particular, a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios. Pese a estas señales positivas, el

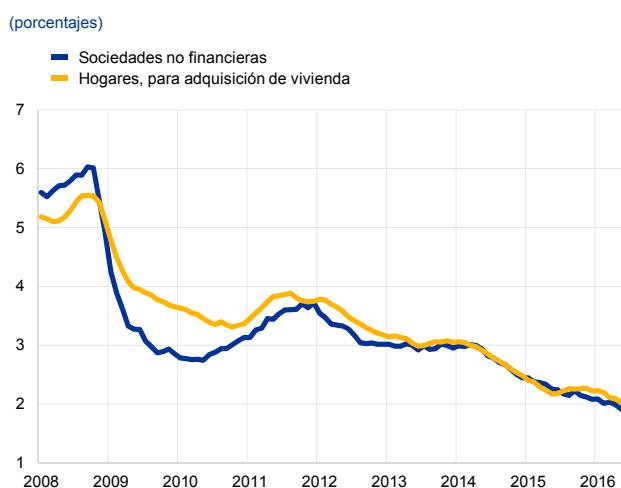
saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles persistentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando el crecimiento del crédito.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2016 indica que la recuperación del crecimiento de los préstamos está impulsada por el aumento de la demanda y por mejoras en la oferta de préstamos (véase la encuesta en:**

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). La demanda de todas las categorías de préstamos aumentó de nuevo en el segundo trimestre de 2016. Al mismo tiempo, las condiciones de oferta de crédito para las empresas y los hogares continuaron mejorando. Las presiones de la competencia siguieron siendo el factor que más contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas por parte de las entidades de crédito. Las entidades continuaron indicando que los principales efectos de las TLTRO en la oferta de préstamos se plasman en una relajación de las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos, más que en cambios en los criterios de aprobación del crédito.

#### Gráfico 10

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



Fuente: BCE.

Notas: El indicador para los tipos de interés sintéticos 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 mayo de 2016.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado cayeron hasta registrar nuevos mínimos históricos en mayo.** Los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014 (véase gráfico 10). La menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios han desempeñado un papel positivo en este contexto. Además, la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos. Desde junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos al crédito bancario. Por otra parte, el considerable volumen de fondos obtenidos en la primera TLTRO-II implica una reducción significativa de los costes de financiación de las entidades, que puede

trasladarse a los prestatarios finales de la economía. Entre mayo de 2014 y mayo de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro se redujeron alrededor de 100 y 90 puntos básicos, respectivamente, y en los países vulnerables de la zona se han observado disminuciones particularmente acusadas de los tipos de interés de los préstamos bancarios. En ese mismo período, 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 siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las

pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor medida que las grandes empresas de la reciente caída de los tipos de interés de los préstamos.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó de nuevo en abril y mayo de 2016, después de haber aumentado con fuerza en marzo.**

El fortalecimiento de las emisiones observado en abril y mayo estuvo respaldado, entre otras cosas, por el paquete de medidas de política monetaria del BCE anunciado en marzo y fue generalizado en todos los países, mientras que el aumento de marzo estuvo impulsado por dos grandes operaciones. Los datos de mercado muestran que la emisión de valores de renta fija privada se moderó de forma notable en la segunda mitad de junio, muy probablemente debido a la preocupación en torno al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, antes de incrementarse de nuevo en la primera mitad de julio. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras ha seguido siendo relativamente modesta en los últimos meses. (Para más información sobre el creciente papel de las entidades no bancarias en la concesión de nueva financiación a las sociedades no financieras de la zona del euro desde 2008, véase el recuadro 5).

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.** El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se ha mantenido básicamente sin variación en el mínimo histórico registrado en abril de 2016, ocultando una evolución divergente de los distintos instrumentos de financiación. El coste de la financiación mediante acciones experimentó un aumento moderado en mayo y junio y descendió en julio, siguiendo la evolución de los precios de las acciones. En cambio, el coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó disminuyendo durante el período comprendido entre mayo y julio, favorecido por las medidas de política monetaria del BCE más recientes y por la reducción de los rendimientos a escala global.